DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Periodical Part
Dansk økonomi / Det Økonomiske R°ad ; 2022

Provided in Cooperation with:
Danish Economic Councils, Copenhagen

Reference: Dansk økonomi / Det Økonomiske R°ad ; 2022 (2022).
https://dors.dk/files/media/rapporter/2022/e22/endelig_rapport/web_e22_endelig_med_links.pdf.

This Version is available at:
http://hdl.handle.net/11159/12665

Kontakt/Contact
ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics
Düsternbrooker Weg 120
24105 Kiel (Germany)
E-Mail: *rights[at]zbw.eu*
https://www.zbw.eu/

Standard-Nutzungsbedingungen:
Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte. Alle auf diesem Vorblatt angegebenen Informationen einschließlich der Rechteinformationen (z.B. Nennung einer Creative Commons Lizenz) wurden automatisch generiert und müssen durch Nutzer:innen vor einer Nachnutzung sorgfältig überprüft werden. Die Lizenzangaben stammen aus Publikationsmetadaten und können Fehler oder Ungenauigkeiten enthalten.

https://savearchive.zbw.eu/termsofuse

Terms of use:
This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence. All information provided on this publication cover sheet, including copyright details (e.g. indication of a Creative Commons license), was automatically generated and must be carefully reviewed by users prior to reuse. The license information is derived from publication metadata and may contain errors or inaccuracies.

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

De Økonomiske Råd
Formandskabet

DANSK ØKONOMI FORÅR 2022

AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

TILGANGSEFFEKTER VED ÆNDREDE DAGPENGEREGLER

RAPPORT FRA FORMANDSKABET

Det Økonomiske Råd
Det Økonomiske Råd blev oprettet i 1962 og har til opgave "at følge landets økonomiske udvikling og belyse de langsigtede udviklingsperspektiver samt at bidrage til at samordne de forskellige økonomiske interesser". Rådet ledes af et formandskab og består herudover af indtil 20 medlemmer. Loven om De Økonomiske Råd er senest revideret i forbindelse med vedtagelse af lovforslag L 118 den 2. marts 2021. Den seneste lovændring indebærer, at De Økonomiske Råds formandskab skal efterse de regneprincipper og –metoder, som anvendes af ministerierne. Loven kan ses på De Økonomiske Råds hjemmeside: https://dors.dk/raad-vismaend/loven.

Formandskabet
Professor Carl-Johan Dalgaard (formand), Københavns Universitet, professor Nabanita Datta Gupta, Aarhus Universitet, professor Lars Gårn Hansen, Københavns Universitet og professor Jakob Roland Munch, Københavns Universitet.

Rådets øvrige medlemmer
Finansministeriet: Departementschef Peter Stensgaard Mørch, *Erhvervsministeriet*: Departementschef Michael Dithmer, *Kommunale organisationer*: Adm. direktør Kristian Vendelbo, *Danmarks Nationalbank*: Nationalbankdirektør Signe Krogstrup, *Dansk Arbejdsgiverforening*: Adm. direktør Jacob Holbraad, *FH - Fagbevægelsens Hovedorganisation*: Formand Lizette Risgaard, forbundsformand Claus Jensen, forbundsformand Henning Overgaard, *Akademikerne*: -, *DI*: Politisk direktør Emil Fannike Kiær , *SMVdanmark*: Adm. direktør Jakob Brandt, *Landbrug & Fødevarer*: Formand Søren Søndergaard, *Dansk Erhverv*: Direktør Morten Langager, *Forbrugerrådet Tænk*: Formand Anja Philip, *CEPOS*: Vicedirektør Mads Lundby Hansen, *Finans Danmark*: Adm. direktør Ulrik Nødgaard, *Arbejderbevægelsens Erhvervsråd*: Formand Michael Rosholm samt s*ærligt sagkyndige*: Professor Helena Skyt Nielsen, professor Mette Ejrnæs, professor Torben M. Andersen.

Sekretariatet
Direktør John Smidt, *vicedirektør* Jesper Gregers Linaa, *kontorchef* Christian Ellermann-Aarslev, Morten Holm, *administrationschef* Peter Fruergaard Schrøder, *chefkonsulenter* David Tønners, Dorte Grinderslev, Jakob Jans Johansen, Jesper Kühl, Marie Møller Kjeldsen, Mickey Petersen, Nicolai Kaarsen, Niels Christian Fredslund, Niels Vestergaard, Poul Schou, *specialkonsulenter* Anne Kristine Høj, Janne Nyborg Jensen, Jonas Ehn Bødker, Kamilla Holmgaard, Lars Lønstrup, Line Block Hansen, Michael Molgjer Studsgaard, Rune Tornøe Vølund, *fuldmægtige* Henriette Storgaard Madsen, Iben Büchler Nielsen, *bachelorfuldmægtige* Jakob Langager Christensen, Morten Vendelbo Førrisdahl, *kontorfuldmægtige* Danne Nors Jørgensen, Karina Tilsted Andersen *samt studentermedhjælpere* Axel Grøn Roepstorff, Freja Hein Svendsen, Lasse Hyldgaard Pagh, Laurids Hougaard Kristensen, Rune Qvist Schmidt.

De Økonomiske Råd
Formandskabet

DANSK ØKONOMI FORÅR 2022

AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

TILGANGSEFFEKTER VED ÆNDREDE DAGPENGEREGLER

RAPPORT FRA FORMANDSKABET

Dansk Økonomi, forår 2022

Signaturforklaring:

- Oplysning kan ikke foreligge/foreligger ikke

Som følge af afrundinger kan summen af tallene i tabellerne afvige fra totalen

Publikationen kan bestilles hos:
Stibo Complete lager og logistik
Vandtårnsvej 83 A
2860 Søborg
Tlf.: 43 63 23 00
E-mail: kundeservice@stibocomplete.com
Hjemmeside: www.stibocomplete.com

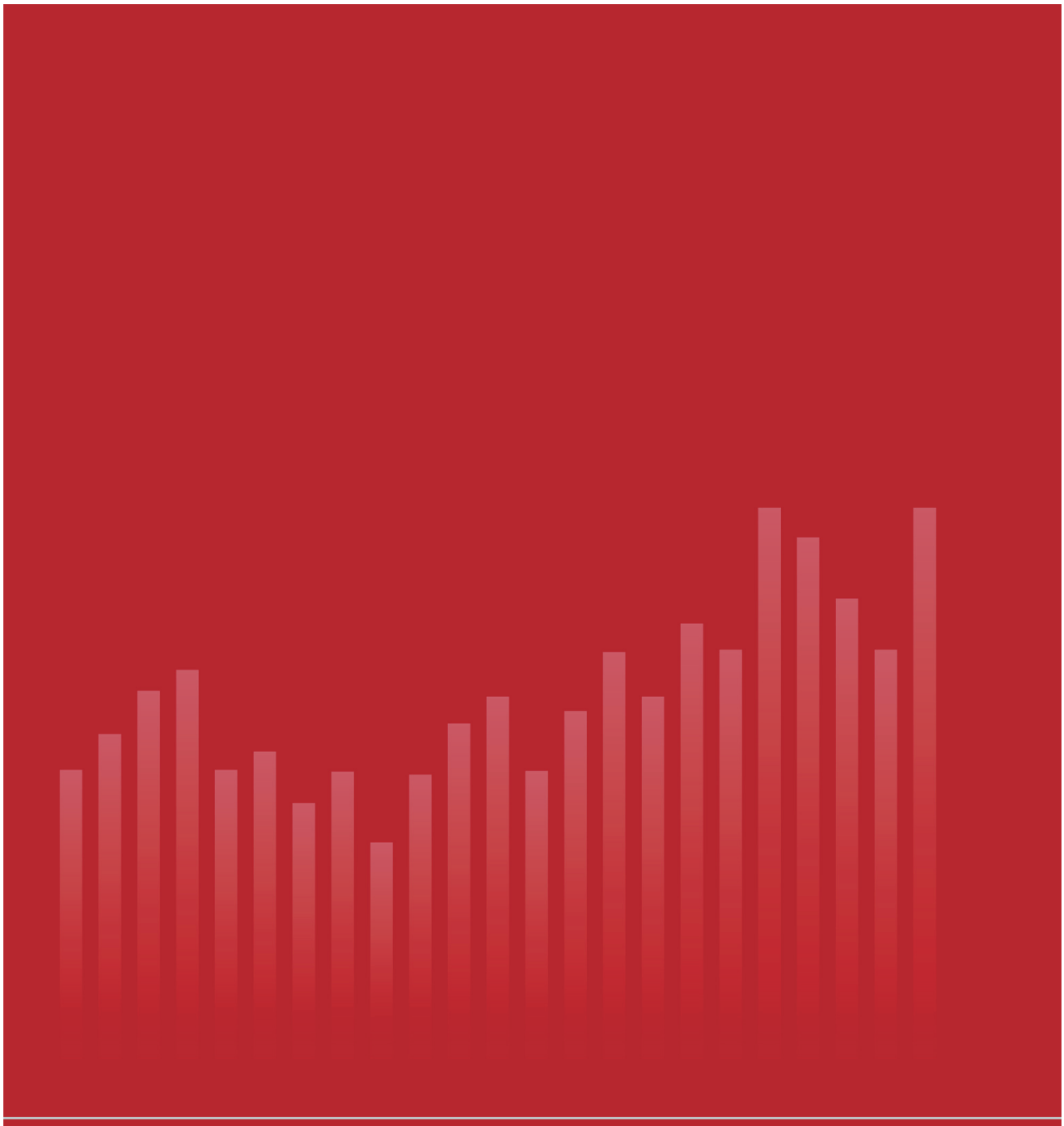
Henvendelse om publikationen kan i øvrigt ske til:
De Økonomiske Råds Sekretariat
Emil Møllers Gade 41
8700 Horsens
Tlf.: 51 51 28 00
E-mail: dors@dors.dk
Hjemmeside: www.dors.dk
Twitter: @DORsSekretariat

Tryk: Stibo Complete
Pris: 175 kr. inkl. moms
Oplag: 660
ISBN: 978-87-93948-07-5
ISSN: 0419-9480

Publikationen kan elektronisk hentes på
De Økonomiske Råds hjemmeside: www.dors.dk

INDHOLD

	RAPPORTENS HOVEDKONKLUSIONER	**1**
KAPITEL I	**AKTUEL ØKONOMISK POLITIK**	**13**
KAPITEL II	**KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER**	**37**
	II.1 Indledning	39
	II.2 International økonomi og pengepolitik	44
	II.3 Uventet høj inflation	68
	II.4 Aktuelle udsigter for dansk økonomi	86
	II.5 Markant stigning i beskæftigelsen siden 2019	108
	II.6 Offentlige finanser frem mod 2030	119
	II.7 Exceptionelle omstændigheder	134
	II.8 Vurderinger og anbefalinger	143
	Litteratur	148
KAPITEL III	**LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET**	**153**
	III.1 Indledning	155
	III.2 Principper bag makroprudentiel regulering	159
	III.3 Boligudlån og gældsætning	169
	III.4 Låneregler	180
	III.5 Gevinster og omkostninger	190
	III.6 Sammenfatning og anbefalinger	222
	Litteratur	225
KAPTEL IV	**TILGANGSEFFEKTER VED ÆNDREDE DAGPENGEREGLER**	**235**
	IV.1 Indledning	237
	IV.2 Mekanismer bag tilgangseffekter	239
	IV.3 Empiriske undersøgelser	244
	IV.4 Ministeriernes regneprincipper for tilgangseffekter	253
	IV.5 Sammenfatning og konklusioner	265
	Litteratur	269
	SKRIFTLIGE INDLÆG FRA DET ØKONOMISKE RÅDS MEDLEMMER	**275**
	ENGLISH SUMMARY AND RECOMMENDATIONS	**321**



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

RAPPORTENS HOVED-KONKLUSIONER

Dansk Økonomi, forår 2022

RAPPORTENS HOVEDKONKLUSIONER

Rapportens kapitel I indeholder blandt andet en kort diskussion af rentefradragsretten, og der kommenteres på klimapolitikken. Kapitlet indeholder også en opfølgning på formandskabets anbefalinger om ministeriernes regneregler og konsekvensvurderinger.

I kapitel II præsenteres en fremskrivning af dansk økonomi. Kapitlet indeholder en diskussion af "exceptionelle omstændigheder" i forhold til budgetloven og af finanspolitikkens aktivitetsvirkning set i forhold til konjunkturudsigterne.

Kapitel III omhandler låneregulering på boligmarkedet. Omkostningerne ved strammere regulering bør vejes op mod gevinsterne. Det konkluderes, at der ikke er tilstrækkelig viden til at sige, om yderligere regulering er en fordel.

Endelig indeholder kapitel IV en gennemgang af ministeriernes metoder til at vurdere effekten af ændringer i dagpengesystemet. Et væsentligt element i vurderingerne er den såkaldte tilgangseffekt. Det konkluderes, at grundlaget for beregningen af denne effekt er svagt, og at der er brug for at gentænke regneprincipperne.

RAPPORTENS HOVEDKONKLUSIONER

Rapporten indeholder fire kapitler:

- Aktuel økonomisk politik
- Konjunktur og offentlige finanser
- Låneregulering på boligmarkedet
- Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler

En foreløbig udgave af rapporten blev fremsendt som diskussionsoplæg til mødet i Det Økonomiske Råd den 31. maj 2022.

Vurderinger og anbefalinger i rapporten er alene formandskabets. I forhold til diskussionsoplægget er der kun foretaget mindre justeringer af teksten. Hertil kommer, at nærværende rapport indeholder skriftlige kommentarer fra rådets medlemmer. I tilknytning til rapporten er der udarbejdet en række notater, der uddyber og dokumenterer beregninger og analyser. Disse notater er sammen med data bag figurer tilgængelige på www.dors.dk.

KAPITEL I, AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

Kapitel I sammenfatter vurderinger og anbefalinger til den økonomiske politik. Rapportens hovedkonklusioner relateret til finanspolitikken, de offentlige finanser og budgetloven fremgår af afsnittet med overskriften *Kapitel II, konjunktur og offentlige finanser*, nedenfor.

Lavere rentefradrag vil give mere neutralt skattesystem

Et vigtigt princip i skattesystemet er hensynet til neutralitet, dvs. en ensartet effektiv beskatning af realindkomsten. Princippet om neutralitet gælder både i forhold til beskatningen af arbejdsindkomst og indbyrdes mellem de enkelte former for kapitalindkomstskatter. I kapitlet peges på flere kapitalindkomstskatter, hvor beskatningen kan ændres for at opnå større skattemæssig neutralitet og mindske skattebegunstigelser, som forvrider investeringsbeslutninger. Konkret skønnes en reduktion af rentefradraget at kunne øge den skattemæssige neutralitet og vil samtidig tilvejebringe et provenu og mindske uligheden. I kapitlet er også en vurdering af tonnageskatteordningen og beskatningen af den finansielle sektor.

Uensartet CO_2-afgift gør klimapolitikken dyrere …

Regeringens udspil til en grøn skattereform indeholder et forslag om en CO_2-afgift pålagt industri og andre erhverv. Regeringen foreslår et nedslag i afgiften for brancher med mineralogiske processer, herunder cementindustrien, ligesom visse energiafgifter og tilskud fastholdes. Den effektive CO_2-beskatning er derfor ikke ensartet på tværs af brancher og anvendelse, hvilket fordyrer klimapolitikken betydeligt. Nedslaget for udvalgte industrier er blandt andet motiveret i ønsket om at begrænse lækagen af dansk klimapolitik. Formandskabets vurdering er imidlertid, at nedslagets globale klimaeffekt er begrænset, blandt andet som følge af høje transportomkostninger og høje markupper i cementindustrien, samtidig med at den danske cementindustri er mere CO_2-intensiv end anden cementindustri i EU.

… og tilskud og andre reguleringskrav skaber usikkerhed

En CO_2-afgift svarende til regeringens udspil reducerer usikkerheden om den fremtidige afgifts- og kvotebetaling for CO_2-udledningene. Omvendt vil de annoncerede tilskudspuljer og uspecificerede krav til omstilling i virksomheder med mineralogiske processer kunne øge usikkerheden om de fremtidige rammevilkår for den grønne omstilling.

Eftersyn af regneprincipper giver basis for forbedringer

Det Økonomiske Råds formandskab har af Folketinget fået til opgave at foretage et løbende eftersyn af de adfærdsvirkninger, som lægges til grund for ministeriernes konsekvensvurderinger af økonomisk-politiske tiltag. En gennemgang af beslutningsgrundlaget for *En ny reformpakke for dansk økonomi* viser, at der er basis for en bedre efterlevelse af formandskabets anbefalinger til god skik for konsekvensvurderinger, herunder at indføre kvalitetsdeklarationer for at tydeliggøre analysernes kvalitet over for beslutningstagerne og offentligheden. I reformpakken udgør den såkaldte tilgangseffekt en betydelig del af adfærdsvirkningen i ministeriernes vurderinger af effekten af ændringer i dagpengereglerne. Ministeriernes regneregler for tilgangseffekten vurderes imidlertid ikke at afspejle den nyeste forskningsmæssige viden og vurderes ikke at udgøre et pålideligt grundlag for beregning af tilgangseffekter ved ændringer i dagpengereglerne, jf. også gennemgangen i kapitel IV.

KAPITEL II, KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Kapitel II indeholder en vurdering af den aktuelle konjunktursituation og udviklingen på de offentlige finanser. Kapitlet indeholder også en vurdering af, om finanspolitikken er afpasset med konjunktursituationen, samt en vurdering af overholdelsen af budgetloven.

Højt aktivitetsniveau ved indgangen til 2022

Dansk økonomi har oplevet en markant fremgang igennem 2021. I begyndelsen af 2022 var aktivitetsniveauet højt, og beskæftigelsen lå ca.

3¾ pct. over det skønnede strukturelle niveau. Der har også været betydelig fremgang igennem 2021 i vores samhandelslande, men beskæftigelsesfremgangen i Danmark skiller sig ud ved at være særligt stor.

En række negative impulser dæmper vækstudsigterne

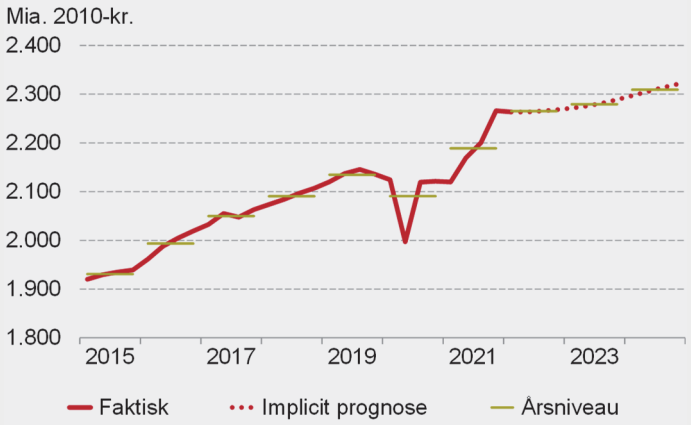
Allerede inden Ruslands invasion af Ukraine begyndte energipriserne at stige, og renterne steg som følge af forventninger om pengepolitiske stramninger. Med invasionen er de negative impulser forstærket, og vækstudsigterne er dermed dæmpet yderligere.

Udsigt til stilstand i BNP resten af året

Der forventes en mærkbar afdæmpning i dansk økonomi med omtrent stilstand gennem året og kun svag vækst i 2023, jf. figur A. Trods den markante afdæmpning ventes BNP i år som gennemsnit for året at være ca. 3½ pct. højere end sidste år. Det skyldes, at der var markant fremgang gennem 2021, sådan at aktivitetsniveauet allerede i begyndelsen af året var markant over gennemsnittet for sidste år. Prognosen indebærer en vis normalisering af konjunktursituationen, hvor beskæftigelsesgap indsnævres, men aktiviteten ventes at forblive over det strukturelle niveau. Beskæftigelsesgap skønnes i 2023 fortsat at være ca. 1¾ pct.

FIGUR A **IMPLICIT KVARTALSPROGNOSE FOR BNP**

Prognosen indebærer stort set uændret BNP igennem 2022, men stigningen igennem 2021 betyder, at årsniveauet for 2022 ventes at blive ca. 3½ pct. højere end årsniveauet for 2021.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2022, som bygger på Danmarks Statistiks BNP-indikator. Den prikkede røde kurve viser en implicit kvartalsprofil, som er i overensstemmelse med årsvækstraterne.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Høje lønstigninger i 2023, men ingen accelererende lønprisspiral

Inflationen skønnes at blive omkring 5 pct. i 2022, hvilket ikke er set højere siden 1980'erne. Selvom inflationen ventes at aftage i 2023, og lønstigningerne ventes at stige til 4½ pct., er der udsigt til stagnation i reallønnen samlet set over årene 2022 og 2023. Lønstigningerne i de efterfølgende år ventes at være lidt højere end normalt, men der ventes ikke at blive igangsat en accelererende lønprisspiral. Det skal ses med baggrund i, at husholdningernes inflationsforventninger forudsættes at være velforankrede på længere sigt.

Betydelige, nedadrettede risici

Den økonomiske udvikling er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. For europæisk økonomi er der en betydelig risiko knyttet til krigen i Ukraine, herunder risikoen for en afbrydelse af gassen fra Rusland til Europa. For international økonomi i mere bred forstand er der fortsat betydelig risiko knyttet til coronapandemien, herunder nedlukninger i Kina, der øger forsyningskædeforstyrrelserne. Hertil kommer de forventede rentestigninger fra såvel den europæiske som den amerikanske centralbank, der risikerer at svække efterspørgslen så meget, at økonomierne havner i en recession. Den

høje inflation risikerer at øge lønmodtagernes lønkrav på mellemlang sigt, og der er dermed en risiko for, at der igangsættes en accelererende lønprisspiral, som kan føre til en periode med stagflationslignende tilstande, hvor inflationen er høj og væksten lav.

Finanspolitik og offentlige finanser

Finanspolitikken burde, trods svag vækst, være strammere

Finanslovsforslaget for 2022 indebar en lempelse af finanspolitikken i forhold til 2019, hvor kapacitetspresset var mindre udtalt. Siden er der aftalt flere lempelser, blandt andet i form af flere udgifter til vacciner og test, kompensation for højere energiudgifter og øgede udgifter til ukrainske flygtninge. De vedtagne merudgifter er hovedsageligt ufinansierede. Den i forvejen lempelige finanspolitik er dermed lempet yderligere, og samlet skønnes finanspolitikken at øge aktivitetsniveauet i 2022 med ca. 1¼ pct. i forhold til 2019. Selvom krigen i Ukraine og den stigende inflation påvirker væksten negativt, er der udsigt til en fortsat høj beskæftigelse. Det er derfor vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive.

Overskridelse af grænse for strukturel saldo i år tilladt, da den kan tilskrives covid-19

Det strukturelle underskud vurderes i år at blive på 0,6 pct. af BNP, og der er dermed udsigt til en lille overskridelse af den gældende saldogrænse i budgetloven. Håndtering af covid-19 i starten af året vurderes at være knyttet til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, og det vurderes derfor, at overskridelsen af grænsen for den strukturelle saldo i 2022 af denne årsag alene kan henføres til en exceptionel omstændighed, der gør, at overskridelsen ikke vurderes at være i modstrid med budgetloven.

Varmecheck vurderes derimod ikke at være begrundet i exceptionelle omstændigheder

For at kunne undtage udgifter fra grænsen for den strukturelle saldo skal udgifterne både være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed, være væsentlige og være midlertidige. Formandskabet vurderer, at øgede udgifter til flygtninge, nødhjælp og våbenleverancer til Ukraine direkte er knyttet til krigen i Ukraine, og at de dermed kan undtages fra saldogrænsen begrundet i exceptionelle omstændigheder. Derimod vurderer formandskabet, at varmechecken er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine, og at sådanne udgifter derfor ikke bør kunne undtages fra saldogrænsen med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

Gode argumenter for at sænke underskudsgrænse

Et flertal i Folketinget har indgået en aftale om et national kompromis om dansk sikkerhedspolitik. Det fremgår af aftalen, at forsvarsudgifterne skal øges, og at budgetlovens underskudsgrænse skal sænkes til 1 pct. af BNP. Endelig er det aftalt, at der skal udarbejdes en 2030-plan, hvor der sigtes efter et underskud på den strukturelle saldo på ½

pct. af BNP. Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrænse, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. En lavere underskudsgrænse vil blandt andet mindske risikoen for, at en demografisk betinget stigning i de offentlige underskud fører til stramninger af finanspolitikken alene ud fra hensynet om at overholde underskudsgrænsen.

KAPITEL III, LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

Finansiel regulering har lang historie

Regulering af bankers, sparekassers og realkreditinstitutters aktiviteter har en lang historie i Danmark, som ikke mindst har været motiveret af en række finanskriser, der rækker tilbage til midten af 1800-tallet. Den seneste i rækken var finanskrisen, der startede i 2007-08. Ligesom de foregående kriser, gav denne krise anledning til forskellige stramninger af den finansielle regulering. Ikke mindst er begrebet makroprudentiel regulering blevet langt mere kendt efter finanskrisen som følge af forståelsen for, at tiltag ikke blot skal fokusere på den enkelte finansielle institutions sundhed (som mikroprudentiel regulering koncentrerer sig om), men også se på samspillet mellem de enkelte institutioner og dermed det samlede finansielle systems sundhed.

Studier bekræfter, at makroprudentielle tiltag har effekt

Kapitel III gennemgår de overordnede økonomiske principper og argumenter for den makroprudentielle regulering, deskriptiv statistik for udviklingen i blandt andet boligrelaterede udlån og de vigtigste regler på området. Derefter følger en gennemgang af den empiriske litteratur på danske og udenlandske data om virkningen af makroprudentielle instrumenter, der er målrettet låntagere på ejerboligmarkedet. Studierne bekræfter generelt, at de undersøgte eksempler på makroprudentielle tiltag har en effekt på udlån og boligpriser, men der er fortsat mange huller i vores viden om, hvor store disse effekter er, ikke mindst når det kommer til størrelsen af de samfundsøkonomiske omkostninger ved reguleringen.

Begrænser markedsfejl, men indebærer også omkostninger

Regulering af den finansielle sektor, herunder regulering af låntagning, og krav til bankernes kapital og likviditet, er vigtig for at begrænse risikoen for finansielle kriser. Der er imidlertid også omkostninger ved regulering af sektorens aktiviteter, idet en sådan regulering vil begrænse husholdningers og virksomheders muligheder for at udnytte kapitalmarkederne til at udligne forskellene mellem indtægter og udgifter over tid. Man bør derfor så vidt muligt afveje gevinster og omkostninger ved hvert enkelt tiltag, sådan at reguleringen på området hverken bliver mildere eller skrappere, end hvad der forekommer samfundsøkonomisk velbegrundet.

Ikke oplagt, at finansiel stabilitet tilsiger mange forskellige instrumenter

Udover kapital- og likviditetskrav til kreditinstitutterne findes en lang række andre instrumenter i den finansielle regulering, der har fokus på lån til boligejere og -købere. Det drejer sig eksempelvis om udbetalingskrav og begrænsninger i muligheden for at få afdragsfri lån. Det er imidlertid ikke oplagt, at der er behov for sådanne yderligere begrænsninger på individers låntagning, hvis hensynet alene er at sikre den finansielle stabilitet. Der kan dog være andre, selvstændige samfundsøkonomiske grunde til at håndhæve sådanne låntagerbaserede begrænsninger. Det kan eksempelvis være et paternalistisk ønske om at forhindre kortsynede eller dårligt informerede husholdninger i at foretage dispositioner, som er til skade for deres privatøkonomi på længere sigt. En anden årsag kan være et mere generelt ønske om at stabilisere konjunkturerne og dermed boligpriserne, som spiller en stor rolle for den generelle efterspørgsel.

Vigtigt med klar motivering for konkrete tiltag

Det er væsentligt, at begrundelsen for de enkelte eksisterende og eventuelle fremtidige tiltag på området angives klart. Eksempelvis bør ønsker om yderligere begrænsninger i afdragsfriheden klart kunne begrundes ud fra hensyn til det ene, det andet eller det tredje forhold. Det er forudsætningen for at kunne lave en rationel bedømmelse af sådanne tiltags betimelighed.

Behov for langt mere empirisk forskning på området

Forslag til ændringer af den finansielle regulering bør i princippet bygge på cost-benefit-analyser, der identificerer de forventede fordele og omkostninger. Den empiriske gennemgang i kapitlet viser imidlertid, at der fortsat er meget store mangler i den kollektive viden om virkningen af de forskellige reguleringsinstrumenter, herunder grænser for gældsfaktoren, restriktioner på afdragsfrihed og udbetalingskrav. Det er derfor vanskeligt at opstille udførlige og troværdige cost-benefit-analyser på området. Der er dermed et klart behov for (meget) mere empirisk forskning på området for at få en bedre forståelse af de forskellige værktøjers betydning.

Mere fokus på regulering af erhvervslån?

Der er allerede en lang række former for regulering, der er målrettet låntagere, eksempelvis i form af begrænsninger i belåningsgraden. Der er generelt mere fokus på instrumenter målrettet husholdninger (boligejere) end instrumenter målrettet virksomheder. Dette kan umiddelbart virke påfaldende, når det tages i betragtning, at lån til virksomheder udgør en betydelig del af de samlede udlån, og at de har været årsag til flere historiske kriser med finansiel ustabilitet. Vurderes der at være behov for yderligere låntagerrettet regulering af hensyn til den finansielle stabilitet, kan det derfor være relevant at have større fokus på muligheden for og betimeligheden af mere målrettet regulering af erhvervslivets låntagning.

KAPITEL IV, TILGANGSEFFEKTER VED ÆNDREDE DAGPENGEREGLER

Fokus på tilgangseffekten ved ændrede dagpengeregler

I kapitel IV foretages en vurdering af de regneregler, der ligger bag ministeriernes effektvurderinger af ændringer i dagpengesystemet. Kapitlet har fokus på den såkaldte tilgangseffekt, som angiver, hvor meget en ændring i dagpengereglerne påvirker tilgangen til dagpenge. Tilgangseffekten kan være af stor betydning for de samlede effekter af ændrede dagpengeregler, herunder for de ændringer af dagpengeregler, der indgår i aftalen *En ny reformpakke for dansk økonomi*. Reformpakken indeholder blandt andet en lavere sats og forkortelse af perioden for dimittender og et tillæg i de første tre måneder af dagpengeperioden for personer med en relativt stærk beskæftigelseshistorik.

Tilgangseffekten vurderes for satsændring og ændring af dagpengeperioden

Mængden af videnskabelig litteratur, der belyser størrelsen af tilgangseffekter ved dagpengeregelændringer, er begrænset. Det er dog muligt at fastlægge en størrelsesorden af den ændring i tilgangen til dagpenge, som man vil kunne forvente ved en ændring i dagpengesatsen eller en ændring i dagpengeperiodens længde. Derfor sammenlignes de tilgangseffekter, som ministerierne anvender for disse to typer af regelændringer, med den videnskabelige litteraturs bud på størrelsen af disse effekter.

Tilgangseffekten er for stor ved ændringer af ydelsen og for lille ved ændringer af dagpengeperioden

For ændringer af dagpengesatsen tyder forskningslitteraturen på, at ministerierne lægger en for høj tilgangseffekt til grund. For en generel ydelsesændring resulterer dagpengemodellens antagelser således i en tilgangseffekt, der er betydeligt større end nyere forskningsstudier tyder på. Omvendt tyder det ud fra litteraturen på, at dagpengemodellens tilgangseffekt er for lav, når det drejer sig om ændringer af dagpengeperiodens længde. Dette er særligt udtalt, hvis man betragter ændringer, der ligger ud over de første to års dagpengeperiode. Litteraturen påviser effekter ved ændringer af dagpengeperioden efter mere end to år, men pr. antagelse er effekterne nul i ministeriernes regneprincipper for ændringer efter 1½ år inde i dagpengeperioden.

Den eksterne validitet af adfærdseffekterne bag tilgangseffekten er svag

En retvisende modelramme bør desuden tage udgangspunkt i alle relevante mekanismer for området. I ministeriernes regneregler for tilgangseffekter er der kun indarbejdet én mekanisme, hvor beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger antages at reagere. Det empiriske grundlag for denne mekanisme er samtidig ikke overbevisende. Tilgangseffekten vedrører personer, der er i beskæftigelse, men sidder i opsagte stillinger eller er ansat i midlertidigt, mens det empiriske grundlag vedrører adfærden blandt personer, der har været ledige imellem et halvt år og helt op til fire år. Dette er et empirisk grundlag, der ligger langt fra den kontekst, som det anvendes i.

Modellen udelader flere af de mekanismer, som nyere forskning finder relevant

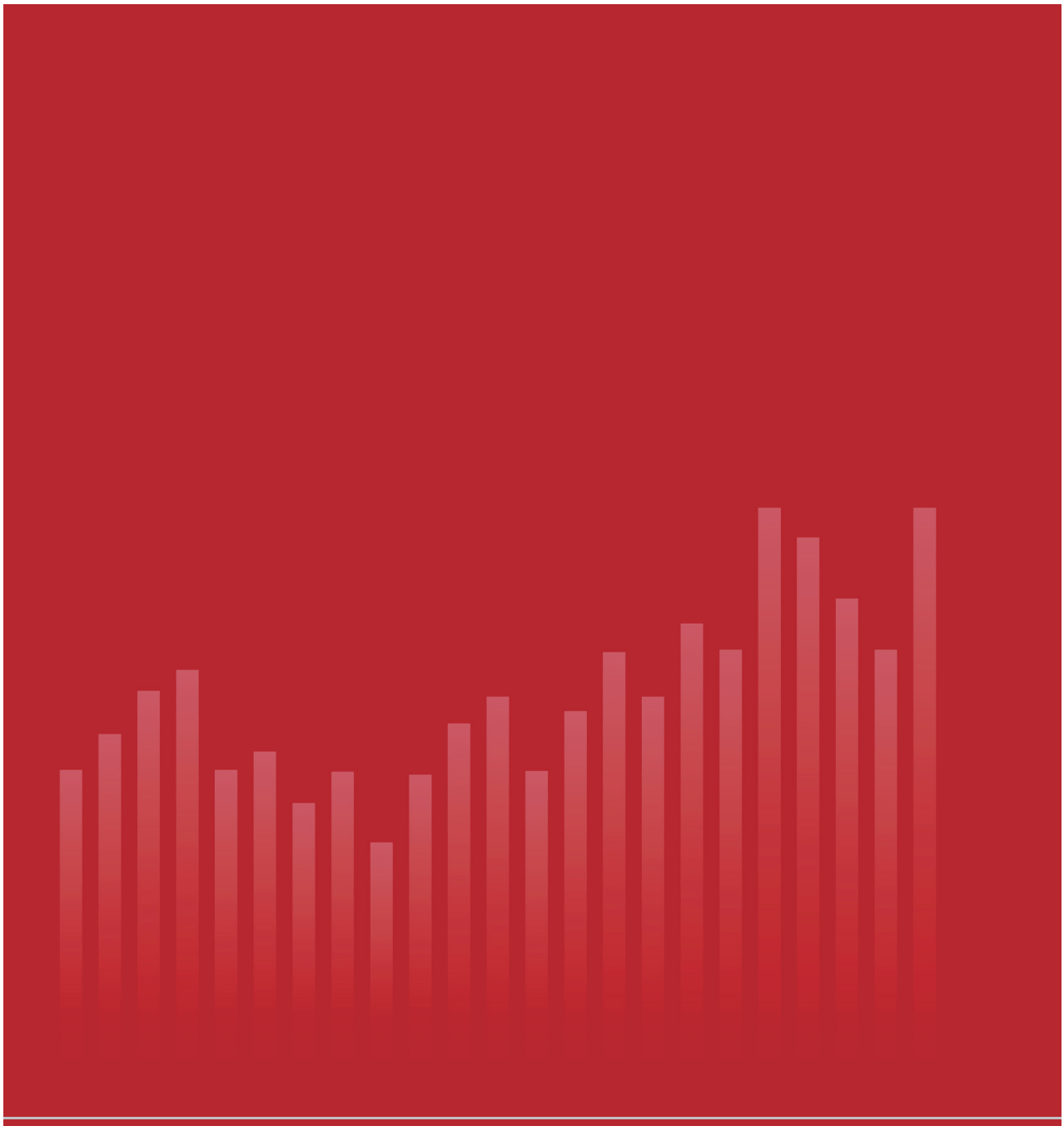
At ministeriernes resultater for tilgangseffekten ikke stemmer overens med forskningslitteraturens resultater, skal også ses i lyset af, at den anvendte modelramme, dagpengemodellen, udelader flere af de mekanismer, som forskningslitteraturen peger på er relevante for påvirkningen af tilgangen til ledighed og dagpenge. Det drejer sig blandt andet om, at ændrede dagpengeregler kan have betydning for jobskabelsen, og for hvor mange der afskediges eller siger deres job op.

En aggregeret opgørelse kan medtage flere mekanismer

Der kan tages højde for de manglende mekanismer, hvis der overgås til en metodisk tilgang, som i højere grad bygger på undersøgelser af de aggregerede konsekvenser af ændringer i dagpengesystemet. Dette vil være i tråd med tendensen i forskningslitteraturen, hvor en række nyere studier netop fokuserer på aggregerede effekter på beskæftigelse og ledighed af ændringer i ledighedsydelserne. Der kan dermed fås et mere fuldkomment billede af konsekvenserne.

Behov for at gentænke regneprincipperne

Diskussion i kapitel IV tillader ikke entydigt at konkludere, om den samlede virkning på den strukturelle beskæftigelse af *En ny reformpakke for dansk økonomi* er over- eller undervurderet, men kapitlet peger på, at de enkelte elementer i ministeriernes beregning hver især må formodes at have en konkret bias. Ministeriernes regneprincipperne trækker således i retning af at overvurdere den negative effekt på beskæftigelsen af beskæftigelsestillægget de første tre måneder for personer med en relativt stærk beskæftigelseshistorik. Omvendt trækker de i retning af at overvurdere den positive beskæftigelsesvirkning som følge af den lavere dimittendsats. Og endelig trækker de i retning af at undervurdere den positive beskæftigelsesvirkning som følge af forkortelsen af dagpengeperioden for dimittender. Konsekvensvurderingerne vedrørende dimittender er samtidig i udpræget grad baseret på ad hoc-antagelser, hvilket betyder, at virkningerne må karakteriseres som værende meget usikre. Samlet set eksemplificerer dette behovet for at gentænke regneprincipperne på dagpengeområdet.



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL I
AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

Dansk Økonomi, forår 2022

KAPITEL I
AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

I kapitlet rapporteres formandskabets vurderinger og anbefalinger til den økonomiske politik.

Formandskabet vurderer, at der er gode argumenter for beslutningen om at sænke underskudsgrænsen i budgetloven fra ½ pct. af BNP til 1 pct. af BNP. Den aktuelle finanspolitik bør dog ikke lempes, da finanspolitikken ud fra konjunkturhensyn allerede er for lempelig.

I kapitlet peges endvidere på, at en reduktion i rentefradraget vil give et mere neutralt skattesystem.

Regeringens udspil til en grøn skattereform indeholder en CO_2-afgift, som vil bringe udledningerne tættere på 70 pct. på målsætningen, men afgiften er uensartet på tværs af brancher mv., og det gør klimapolitikken dyrere.

Et eftersyn af ministeriernes konsekvensvurderinger fører til en opfordring om, at ministerierne følger formandskabets tidligere anbefalinger om god skik og gentænker regneprincipperne på dagpengeområdet.

I.1 AKTUEL ØKONOMISK POLITIK

I dette kapitel afrapporteres formandskabets vurderinger og anbefalinger relateret til den økonomiske politik. Vurderingerne er inddelt i følgende overordnede emner:

- Finanspolitik og offentlige finanser
- Arbejdsmarked
- Anbefalinger fra kommissioner
- Kapitalindkomstbeskatning
- Låneregulering på boligmarkedet
- Klima- og energipolitik
- Hjælpepakker ved fremtidige epidemier
- Ministeriernes konsekvensvurderinger

Finanspolitik og budgetlov i første afsnit, …

I kapitlet fokuseres først på formandskabets vurdering af, hvordan krigen i Ukraine har påvirket konjunkturudsigterne og de offentlige finanser, og om finanspolitikken er afstemt til den nye situation. Efterfølgende diskuteres den indgåede aftale om ændring af underskudsgrænsen i budgetloven. Denne del trækker især på kapitel II.

… mens de næste afsnit har fokus på strukturpolitik

I de næste fem afsnit afrapporteres vurderinger og anbefalinger relateret til en række strukturelle emner vedrørende arbejdsmarkedet, beskatning af kapitalindkomst og låneregulering af boligmarkedet, og der foretages en vurdering af udvalgte anbefalinger fra Reformkommissionen og Pensionskommissionen. I afsnittet om klima- og energipolitik er fokus på de seneste politiske udspil fra regeringen om en grøn skattereform og uafhængighed af russisk gas.

Hjælpepakker ved fremtidige epidemier

Hjælpepakker til virksomheder og lønmodtagere har under covid-19-epidemien udgjort et vigtigt tiltag til at afbøde epidemiens økonomiske omkostninger. I afsnittet afrapporteres formandskabets anbefalinger til brugen af sådanne ordninger i lyset af en arbejdsgruppe har fremlagt anbefalinger og principper for hjælpepakker ved fremtidige epidemier.

Vurdering af ministeriernes konsekvens-vurderinger

Sidst i kapitlet vurderer formandskabet elementer i konsekvensvurderingerne af *En ny reformpakke for dansk økonomi*, som blev indgået i januar 2022. Afsnittet skal ses i sammenhæng med, at formandskabet har fået til opgave at vurdere ministeriernes konsekvensvurderinger og adfærdsforudsætninger, som lægges til grund for økonomisk-politiske tiltag. I afsnittet er der fokus på, om ministeriernes konsekvensvurderinger lever op til formandskabets anbefalinger til god skik for konse-

kvensvurderinger, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*, og der er en stillingtagen til de anvendte beregningsforudsætninger i vurderingen af beskæftigelseseffekter af ændringer i dagpengeregler, som er baseret på konklusioner fra kapitel IV.

FINANSPOLITIK OG OFFENTLIGE FINANSER

Finanspolitikken er for lempelig trods svækkede vækstudsigter

Finanslovsforslaget for 2022 indebar en lempelse af finanspolitikken i forhold til 2019, hvor kapacitetspresset var mindre udtalt, og siden har der været flere finanspolitiske tiltag. I begyndelsen af året blev udgifterne til test, vaccine mv. øget på grund af en kraftig stigning i antallet covid-19-smittede. Efter Ruslands invasion af Ukraine er det besluttet at udbetale varmecheck til hårdt ramte familier, og der er bevilget et løft i forsvarsudgifterne. Endelig indebærer tilstrømningen af flygtninge et endnu ukendt løft i de offentlige udgifter. De vedtagne merudgifter er hovedsageligt ufinansierede og har dermed lempet den i forvejen lempelige finanspolitik. Samlet skønnes finanspolitikken at øge aktivitetsniveauet i 2022 med ca. 1¼ pct. i forhold til 2019. Selvom krigen i Ukraine og den stigende inflation udgør en negativ impuls til væksten, er der udsigt til en fortsat høj beskæftigelse. Det er derfor vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive, jf. også diskussionen i kapitel II.

Overskridelse af grænse for strukturel saldo i år tilladt, da den kan tilskrives covid-19

Det strukturelle underskud ventes i år at blive på 0,6 pct. af BNP, og der er dermed udsigt til en lille overskridelse af den gældende saldogrænse i budgetloven. Håndtering af covid-19 i starten af året vurderes at være knyttet til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, og det vurderes derfor, at overskridelsen af grænsen for den strukturelle saldo i 2022 af denne årsag alene kan henføres til en exceptionel omstændighed, jf. vurderingen i kapitel II.

Varmecheck vurderes derimod ikke at være begrundet i exceptionelle omstændigheder

For at kunne undtage udgifter fra grænsen for den strukturelle saldo skal udgifterne både være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed, være væsentlige og være midlertidige. Formandskabet vurderer, at øgede udgifter til flygtninge, nødhjælp og våbenleverancer til Ukraine direkte er knyttet til krigen i Ukraine, og at de dermed kan undtages fra saldogrænsen begrundet i exceptionelle omstændigheder. Derimod vurderer formandskabet, at varmechecken er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine, og at sådanne udgifter derfor ikke bør kunne undtages fra saldogrænsen med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

Nationalt kompromis og underskudsgrænse

Aftale om en underskudgrænse på 1,0 pct. af BNP i budgetloven

Et flertal i folketinget har i marts 2022 indgået en aftale om et national kompromis om dansk sikkerhedspolitik. Udover et løft af forsvarsudgifterne lægger aftalen op til, at der skal udarbejdes en 2030-plan, der skal fremlægges til efteråret. Partierne er enige om at revidere budgetloven med henblik på at øge underskudsgrænsen for den strukturelle saldo til 1 pct. af BNP, hvor den hidtidige grænse i budgetloven er ½ pct. af BNP. Endelig er partierne enige om, at det vil være hensigtsmæssigt at sigte efter et offentligt underskud på omkring ½ pct. af BNP i 2030.

Gode argumenter for at sænke underskudsgrænsen

Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrænse til 1 pct. af BNP, jf. blandt andet *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Vurderingen bygger på, at finanspolitikken med de nuværende beregningsforudsætninger vurderes at være mere end holdbar. Dertil kommer, at en lavere underskudsgrænse i en situation med udsigt til en demografisk betinget stigning i det offentlige underskud mindsker risikoen for, at der opstår behov for at gennemføre stramninger af finanspolitikken alene ud fra hensynet om at overholde underskudsmålet.

Nationalt kompromis om sikkerhedspolitik

Aftalen om dansk sikkerhedspolitik indebærer et løft af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP i 2033. Af aftalen fremgår det imidlertid ikke tydeligt, hvordan de øgede forsvarsudgifter skal finansieres. Givet en målsætning om et underskud i 2030 på ½ pct. af BNP kan de samlede offentlige forbrugsudgifter vokse svarende til det demografiske og velstandskorrigerede træk, som ligger bag de langsigtede fremskrivninger fra regeringen og formandskabet, men hvis forsvarsudgifterne skal stige som andel af BNP, vil det for en given samlet forbrugsvækst fortrænge andre typer af offentlige forbrugsudgifter frem mod 2030. Hvis denne fortrængning ikke er politisk acceptabel, vil der være behov for at gennemføre reformer eller hæve skatterne. Det er positivt, at regeringen nu er på vej med en 2030-plan, hvilket vil skabe større klarhed om konsekvensen af de ændrede forsvarsudgifter.

ARBEJDSMARKED

Reformpakke for dansk økonomi

Aftale om reformpakke …

Regeringen har i januar 2022 sammen med Dansk Folkeparti, Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Kristendemokraterne indgået aftale om *En ny reformpakke for dansk økonomi*. Aftalen tager udgangspunkt i regeringsudspillet *Danmark kan mere I* fra september 2021. Med aftalen afsættes midler til uddannelse, grøn omstilling og forskning, og derudover er et centralt mål med reformpakken at øge den strukturelle beskæftigelse blandt andet ved ændringer i dagpenge- og pensionsbeskatningsregler.

… skal øge beskæftigelsen, …

Ministerierne skønner, at reformpakken samlet set vil øge beskæftigelsen med godt 12.000 personer. Heraf kommer et bidrag på ca. 8.000 personer fra ændringer i dagpengereglerne for dimittender, men et væsentlig bidrag stammer også fra lempeligere modregningsregler i pensionsordningssystemet, henholdsvis afskaffelse af modregning af egen arbejdsindtægt og partners indkomst i pensioner. Disse tiltag vil øge ældres tilskyndelse til beskæftigelse. Grundlaget for skønnet er ministeriernes konsekvensvurderinger og adfærdsforudsætninger, som indtager en vigtig rolle i vurderingen af, hvad den konkrete politik "koster" at gennemføre.

… men hviler på adfærdsvirkninger af svag validitet

Sidst i kapitlet er en gennemgang af konsekvensvurderingerne af tiltagene i reformpakken med særligt fokus på beregningsforudsætningerne for ændringerne i dagpengereglerne. En særskilt vurdering i kapitel IV af regnereglerne for tilgangen til dagpengeledighed ved ændringer af dagpengeregler finder, at adfærdsforudsætningerne bag tilgangseffekten har svag validitet. Derfor udgør de ikke et pålideligt grundlag for tilgangseffekten af ændringer i dagpengesystemet.

Beløbsordning og udenlandsk arbejdskraft

En reduktion af beløbsgrænse, …

Regeringen har i januar 2022 sammen med Socialistisk Folkeparti, Radikale Venstre og Kristendemokraterne foreslået forskellige tiltag, der skal gøre det lettere for virksomhederne at rekruttere udenlandsk arbejdskraft. Baggrunden er blandt andet den aktuelle mangel på arbejdskraft i dansk økonomi. Udspillet indebærer blandt andet en midlertidig reduktion af beløbsgrænsen i beløbsordningen, som regulerer virksomhedernes muligheder for at ansætte personer fra et land udenfor EU. Beløbsgrænsen reduceres med knap 75.000 kr. fra lige knap 450.000 kr. til 375.000 kr. i en toårig periode.

… kan bidrage til øget beskæftigelse, …

Der er grund til at forvente, at en lavere beløbsgrænse vil føre til en øget tilgang af udenlandsk arbejdskraft om end af en begrænset størrelsesorden, og mere generelt kan det forventes, at øget tilgang af udenlandsk arbejdskraft vil bidrage til at øge produktiviteten, jf. *Produktivitet 2022*. En øget indvandring af udenlandsk arbejdskraft kan også have fordelingsmæssige konsekvenser f.eks. ved at påvirke løn og beskæftigelse for herboende danskere, men da beløbsordningen efter ændringerne fortsat vil omfatte udenlandsk arbejdskraft med mellemhøje indkomster, vurderes der ikke at være betydelige, varige fordelingsmæssige konsekvenser af at sænke beløbsgrænsen, jf. *Dansk Økonomi, forår 2017*. Det er derfor positivt, at beløbsgrænsen sænkes i en periode. En reduktion af beløbsgrænsen må anses for at være af strukturforbedrende karakter, og på den baggrund anbefaler formandskabet, at reduktionen gøres permanent.

… men bør ske permanent for at opnå en strukturforbedring

ANBEFALINGER FRA KOMMISSIONER

Reformkommissionen

Reform-kommissionens anbefalinger på uddannelses- og erhvervsområdet

I april 2022 præsenterede Reformkommissionen *Nye Reformveje 1* med en række anbefalinger på uddannelses- og erhvervsområdet. Anbefalingerne har til formål at øge produktiviteten ved at reformere de videregående uddannelser og voksen- og efteruddannelsessystemet samt at gøre det lettere at drive virksomhed.

Forslag om kortere uddannelser med højere kvalitet og relevans

Kommissionen foreslår en omlægning af uddannelsessystemet med det formål, at knap halvdelen af kandidaterne skal uddannes i kortere tid, samtidig med at uddannelserne skal have højere kvalitet og større erhvervsrelevans. En kortere uddannelseslængde vil alt andet lige mindske læringen og produktiviteten, men det vil øge arbejdsudbuddet. Med det formål at mindske produktivitetstabet lægger kommissionen op til, at omlægningen primært skal finde sted på generalistuddannelser og i mindre grad specialiserede uddannelser såsom læge og tandlæge. For at kompensere for læringstabet foreslår kommissionen desuden en række tiltag for at øge kvaliteten og erhvervsrelevansen af uddannelserne, herunder en forøgelse af taxametertilskuddene, et større økonomisk incitament til at uddanne dimittender til beskæftigelse, en fond til udvikling af nye uddannelser og indførelsen af erhvervskandidater. Kommissionen foreslår også, at tilskuddene til de videregående efteruddannelser øges, så det bliver billigere og dermed mere attraktivt at efteruddanne sig. Dette forslag indebærer, sammen med afkortningen af kandidatuddannelserne, at flere må forventes at udskyde en del af deres uddannelse til senere i livet.

Nytænkende udspil med gevinster for produktivitet og velstand, hvis ambitionerne indfries, …

Kommissionens forslag er nytænkende og ambitiøse og kan få betydelige konsekvenser for produktiviteten og velstanden for de mere end 25 pct. af arbejdsstyrken, som på sigt forventes at få en lang videregående uddannelse, jf. Børne- og Undervisningsministeriet (2022). Kommissionen anslår – i hvad den betegner som et regneeksempel – at dens forslag kan hæve produktiviteten med 2 pct. for færdiguddannede kandidater grundet forbedringer i kvalitet, erhvervsrelevans og uddannelsesvalg, jf. Reformkommissionen (2022). Forkortelsen af uddannelser foreslås at påvirke knap halvdelen af alle kandidatuddannede, som fremover skal læse en etårig kandidatuddannelse. I regneeksemplet vurderer Reformkommissionen, at produktivitetstabet ved kortere uddannelse delvist opvejes af, at de et-årige kandidater kommer tidligere ud på arbejdsmarkedet og dermed optjener mere erhvervserfaring.

… men også risici for tab af produktivitet og velstand

Da der er tale om forslag, som påvirker en stor andel af en ungdomsårgang, og hvor erfaringerne med lignende reformer er begrænsede, er der imidlertid også risici forbundet herved. Kommissionen bemærker, at estimaterne af gevinsterne for produktiviteten ikke bygger på konkrete erfaringer og derfor er usikre. Kommissionen bemærker også, at der ikke er erfaringer med forkortelser af længden af kandidatuddannelserne, hvilket gør det vanskeligt at forudsige produktivitetstabet forbundet herved. Denne pointe understreges i et baggrundsnotat tilknyttet nærværende rapport, som i et regneeksempel illustrerer, at der er risiko for, at produktivitetstabet ved kortere uddannelse bliver større end anslået af kommissionen, jf. *Baggrundsnotat om Reformkommissionens udspil, forår 2022*.

Risikoen mindskes, hvis et lille antal uddannelser ændres på forsøgsbasis

En mindre omfattende reform, som på forsøgsbasis påvirker færre studerende, vil mindske risikoen for negative konsekvenser. Hvis det viser sig, at tiltagene har de ønskede virkninger, kan reformerne efterfølgende udbredes til flere uddannelser. Samtidig vil det være muligt at tilpasse planerne, efterhånden som erfaringer høstes.

Omlægning af SU til lån på kandidatdelen er hensigtsmæssigt

Kommissionen foreslår desuden at erstatte SU-stipendiatet på kandidatdelen med et lån og samtidig forhøje lånesatsen på kandidatuddannelserne. Formandskabet har tidligere stillet et forslag om helt eller delvist at omlægge SU til lån på kandidatdelen, jf. *Dansk Økonomi, forår 2018*. Vurderingen er, at et sådant tiltag vil øge den samfundsøkonomiske effektivitet, da det sandsynligvis ikke vil føre til et lavere uddannelsesniveau, og samtidig reduceres de offentlige udgifter. Derudover mindskes uligheden i livstidsindkomster, da personer med kandidatuddannelser typisk har høje livstidsindkomster.

Pensionskommissionen

Pensions-kommissionen har aflagt rapport

I maj 2022 afsluttede Kommissionen om tilbagetrækning og nedslidning (Pensionskommissionen) sit arbejde med udgivelsen af rapporten *Fremtidssikring af et stærkt pensionssystem*. Kommissionen skulle blandt andet undersøge virkningerne af en lempeligere levetidsindeksering af folkepensionsalderen og undersøge muligheder for forenklinger i pensionssystemet. Kommissionen har fremsat en række anbefalinger om ændringer i det samlede pensionssystem.

Anbefaler, at folkepensions-perioden udgør konstant andel af livet

Kommissionen foreslår en ændret indeksering af folkepensions- og efterlønsaldrene fra 2045, så andelen af livet, som en gennemsnitsperson vil kunne få folkepension, fra dette år vil forblive omtrent konstant, når levealderen stiger. Det er en lempeligere indeksering end den i dag gældende, hvor grundprincippet er, at aldersgrænsen for folkepension stiger med et år, hver gang restlevetiden for 60-årige stiger med et år. I kommissionens konkrete udformning fører det til, at aldersgrænsen for tildeling af folkepension kan forventes at stige fra 70 til 74 år i perioden 2040-2100 i stedet for til 77 år, som forventes under de nuværende regler. Den lempeligere indeksering vil reducere dansk økonomis nuværende overholdbarhed, idet holdbarhedsindikatoren ifølge kommissionen isoleret set mindskes med 0,7 pct. af BNP som følge af lempelsen. Forslaget minder meget om en tilsvarende beregning i *Dansk Økonomi, efterår 2021* af en indekseringsregel, hvor pensionsperioden udgør en konstant andel af livet. Her var effekten på holdbarhedsindikatoren i nogenlunde samme størrelsesorden. Pensionskommissionens konkrete forslag indebærer dog en lidt større lempelse, nemlig et halvt års lavere aldersgrænse i de fleste år.

Forslag giver anledning til at diskutere fremtidens finanspolitiske prioriteringer

De Økonomiske Råds formandskab har flere gange tidligere bemærket, at den nuværende målte overholdbarhed i de gængse beregninger naturligt før eller siden vil give anledning til en prioriteringsdiskussion af udsigterne for de langsigtede offentlige finanser. Populært sagt kan problemstillingen udtrykkes som et spørgsmål om, hvordan overholdbarheden skal bruges. Den foreslåede lempelse af indekseringsreglen indenfor en fortsat holdbar ramme er ét bud i denne prioriteringsdiskussion. Den adresserer en del af usikkerheden om overholdbarheden med hensyn til, hvor langt et arbejdsliv de forskellige personer i arbejdsstyrken hver især kan udholde og har lyst til, og kan i hvert fald ud fra nogle parametre opfattes som intergenerationelt mere fair end den nuværende indeksering. Forslaget har endvidere den egenskab, at lempelsen tidsmæssigt først falder i perioden efter 2045, hvilket er den periode, hvor de store saldoforbedringer ifølge de nuværende finanspolitiske fremskrivninger forventes at finde sted. Det betyder

blandt andet, at lempelsen ikke bringer Danmark i konflikt med krav til de offentlige underskud fra EU.

Også omkostninger ved lempelse af indekseringsregler

Den foreslåede lempelse af indekseringsreglerne og tilhørende fremtidige relative forringelse af den offentlige saldo vil dog samtidig indebære, at der bliver tilsvarende færre midler til overs til brug for beslutninger om skattelettelser eller nye offentlige udgifter, som der i øvrigt måtte være politiske ønsker om. Samtidig vil en svækkelse af holdbarhedsindikatoren alt andet lige gøre det mere sandsynligt, at man på et fremtidigt tidspunkt skal foretage en finanspolitisk stramning, hvis den fremtidige udvikling viser sig at blive mærkbart mere negativ for de offentlige finanser, end de nuværende beregningsforudsætninger peger på. Deri består den grundlæggende finanspolitiske afvejning.

Afskaf rent aldersbetingede særordninger

I flere af pensionskommissionens øvrige forslag afskaffes eller omlægges en række aldersbetingede særordninger, der giver ældre en økonomisk særstilling alene på grund af deres alder, som eksempelvis et særligt nedslag i boligbeskatningen for lavindkomstgrupper over folkepensionsalderen. Det er på linje med tidligere anbefalinger fra De Økonomiske Råds formandskab, jf. *Dansk økonomi, efterår 2001*. Særordninger bør målrettes personer med særlige indkomstmæssige eller andre behov og ikke alene ud fra alder.

KAPITALINDKOMSTBESKATNING

Neutralitet og fordeling blandt de vigtige hensyn i beskatningen af kapitalindkomst

Kapitalindkomstbeskatning udgør en væsentlig del af det danske indkomstskattesystem. Samtidig er området mere komplekst end det andet hovedelement, beskatningen af arbejdsindkomst. Det skyldes ikke mindst, at kapitalindkomst består af mange forskellige specifikke indkomsttyper – eksempelvis renteindtægter og -udgifter, aktieudbytte, kapitalgevinster, pensionsafkast og lejeværdien af ejerboliger. Der er en række forskellige forhold at tage hensyn til i indretningen af kapitalindkomstbeskatningen af både fordelings- og efficiensmæssig karakter. Et vigtigt princip er hensynet til neutralitet, dvs. en ensartet effektiv beskatning af realindkomsten. Princippet om neutralitet gælder både i forhold til beskatningen af arbejdsindkomst og imellem de enkelte former for kapitalindkomstskatter indbyrdes.

Rentefradraget

Lavere rentefradrag vil give mere neutralt skattesystem

I kapitel III er problemstillingerne forbundet med en regulering af låntagningen på boligmarkedet beskrevet. Markedsfejl på de finansielle markeder kan bevirke, at låntagningen i fravær af regulering er for omfangsrig. Ligeledes udgør det nuværende rentefradrag et subsidium til

låntagning, som kan medføre en uhensigtsmæssig balanceoppustning hos husholdningerne. Beregninger i *Dansk Økonomi, forår 2019* viser, at såvel rentefradragets høje som lave sats (henholdsvis ca. 33 og ca. 25 pct.) under rimelige beregningsforudsætninger implicerer en real effektiv skattesats, der er højere end beskatningen af arbejdsindkomst, afkast fra boliger og afkast på pensionsopsparing. En reduktion af rentefradragets skatteværdi vil således medføre et mere neutralt indkomstskattesystem.

Fradrag kan eksempelvis sænkes til 22 pct.

Der er generelt stor forskel på den effektive beskatning af såvel positiv som negativ kapitalindkomst. Det nuværende skattesystem er således langtfra neutralt, og der ville være fordele ved en mere generel ensartning af de effektive reale skattesatser, jf. *Dansk Økonomi, forår 2019*. En reduktion af begge de nuværende rentefradragssatser til eksempelvis 22 pct., som svarer til niveauet for selskabsskatten i dag, vil uden ændringer i andre skattesatser trække i retning af mere neutralitet. En sådan reduktion skønnes at give knap 5 mia. kr. i umiddelbart provenu. En reduktion af rentefradraget bør dog indfases over en årrække for at give skatteyderne tid til at tilpasse sig. Ligeledes bør en evt. reduktion afpasses med konjunktursituationen, da den vil mindske den disponible indkomst og dæmpe boligpriserne og derigennem økonomiens aktivitetsniveau.

Nuværende bevægelser i inflationen bør ikke påvirke satserne for rentefradraget

En højere inflation ledsaget af en tilsvarende stigning i den nominelle rente vil yderligere forøge den effektive skatteværdi af rentefradraget. Overvejelser om det rette niveau for rentefradraget bør dog foretages ud fra en vurdering af, hvilke inflations- og rentesatser der er rimelige i et mere langsigtet perspektiv. De aktuelle store bevægelser i inflation og renteniveauer bør derfor ikke påvirke overvejelserne om, hvilke skattesatser der mere strukturelt vil være fornuftige. Kun hvis man ændrer forventninger til, hvilke inflations- og rentesatser der mere permanent kan tænkes at være gældende, vil det være relevant at genvurdere de reale skattesatser, som det nuværende kapitalindkomstskattesystem giver anledning til.

Sænkning af sats for højeste renteudgifter mindsker uligheden i disponibel indkomst …

Fordelingsmæssigt vil den umiddelbare effekt af en reduktion af den høje sats fra ca. 33 pct. til 22 pct. for renteudgifter op til 50.000 kr. pr. person være omtrent fordelingsmæssig neutral, mens en reduktion af den lavere sats fra 25 pct. til 22 pct. for udgifter over dette niveau vil medføre en udjævning af indkomstfordelingen (en lavere Gini-koefficient), jf. analysen i *Dansk økonomi, forår 2019*. Det skyldes, at det typisk er familier med høje indkomster, der har de største lån, ikke mindst fordi de køber de dyreste ejerboliger. Et lavere rentefradrag må ventes at have afledte effekter i retning af større opsparing, jf. blandt andet

Gruber mfl. (2021). Det vil alt andet lige medføre højere kapitalindkomster på længere sigt, hvilket også vil påvirke indkomstfordelingen.

… også intergenerationelt

Med hensyn til fordelingen mellem generationerne er renteudgifterne i det lange løb typisk højest for nye boligkøbere og dermed for yngre generationer. Et lavere rentefradrag vil i sagens natur derfor også påvirke yngre og kommende boligejere mere end de nuværende ældre boligejere. Der er ikke lige så regelmæssige opgørelser af den samlede intergenerationelle fordeling over livet som af indkomstfordelingen på tværs af befolkningsgrupper i et enkelt år, men i *Dansk Økonomi, forår 2014* blev der foretaget en samlet beregning af de forskellige fødselsårganges skønnede historiske og forventede fremtidige livsindkomster og nettobetalinger til det offentlige over livet. Ifølge denne kunne de yngste aldersgrupper forvente den højeste livsindkomst, samtidig med at de havde de laveste (nemlig negative) nettobetalinger overfor det offentlige. I forhold til denne opgørelse vil en reduktion af rentefradraget altså trække i retning af en mere ligelig indkomstfordeling mellem de forskellige generationer.

Tonnageskat og DIS-ordning

Tonnageskat forvrider fortsat investeringer i søfart

I den offentlige debat har der på det seneste være en diskussion af beskatningen af danske rederier og tonnageskatteordningen. Tonnageskatten er en særligt lav selskabsskat på rederier, som blev indført i Danmark i 2002. Den indebar ifølge Skatteministeriet en skattebegunstigelse på ca. 630 mio. kr. i 2021. Tonnageskatten blev indført i sin tid efter inspiration fra andre lande, hvor den også er udbredt, og som led i en erhvervspolitisk indsats for at fremme søfartserhvervet. I *Dansk Økonomi, forår 2006* anbefalede formandskabet at ændre denne skattebegunstigelse, da den medfører en forvridning ved at gøre det privatøkonomisk rentabelt at investere i dette erhverv, selvom kapitalen kan opnå et større afkast før skat i andre erhverv. Dermed hæmmer den produktiviteten. Nyere nationalregnskabstal peger på, at rederierhvervet fortsat har et relativt lavt gennemsnitligt afkast før skat, sådan at skattebegunstigelsen fortsat i dag virker forvridende.

DIS-ordning tilskynder danskere til at tage mindre produktivt arbejde

Søfartserhvervet er også skattebegunstiget som følge af, at søfolk, der i øvrigt er skattepligtige i Danmark, ikke skal betale skat af deres aflønning som ansatte på skibe i Dansk Internationalt Skibsregister (DIS). Denne ordning betyder, at rederierne kan nøjes med at betale en nettoløn til deres danske søfolk og er dermed et subsidium til erhvervets brug af dansk arbejdskraft. Lempelsen udgjorde ifølge Skatteministeriet ca. 1 mia. kr. i 2021. På samme måde som tonnageskatten medfører den en forvridning, idet den giver tilskyndelse til at tage mindre produktivt arbejde.

Særskat for den finansielle sektor

Regeringen har foreslået en særskat for finansielle selskaber

Regeringen har i april 2022 fremsat lovforslag om en forhøjelse af selskabsskatten fra 22 pct. til 26 pct. for selskaber i den finansielle sektor. Forhøjelsen skal bidrage til at finansiere elementerne i aftalen om *En ny ret til tidlig pension fra 2020*.

Den finansielle sektor skattebegunstiget ifølge regeringen …

… men uklart, om dette begrunder den nye særskat

En særskat kan begrundes i forskellige forhold, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020* og *Produktivitet 2022*. Én potentiel begrundelse er tilstedeværelsen af markedsfejl knyttet til den pågældende sektor, som eksempelvis kan give anledning til overnormal profit. En anden potentiel begrundelse vil være positiv særbehandling af sektoren i andre dele af skattesystemet. Ifølge regeringens *Skatteøkonomisk Redegørelse 2021* er den finansielle sektor i dag lempeligt beskattet som følge af de særlige regler om momsfritagelse af finansielle produkter. Selvom sektoren i stedet betaler lønsumsafgift, medførte disse særregler ifølge Skatteministeriet tilsammen en skattebegunstigelse på 890 mio. kr. i 2021. Det er dog ikke klart, om det er denne begunstigelse, der søges neutraliseret med særskatten. Det er heller ikke oplagt, at en højere selskabsskat er den bedste måde at neutralisere den nævnte formodede skattebegunstigelse på. En kombination af en lønsumsafgift og en skat på overnormal profit modsvarer i højere grad end en ren selskabsskat den eksisterende momsfritagelse af den finansielle sektor, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

Låneregulering på boligmarkedet diskuteres i kapitel III

Der foreslås sommetider stramninger i vilkårene for låntagning til boliglån, eksempelvis i form af flere restriktioner på adgangen til afdragsfri lån. Det er dog ofte ikke klart, hvad det egentlige formål med at pålægge sådanne yderligere begrænsninger skulle være. I kapitel III diskuteres problemstillingerne forbundet med låneregulering – især den såkaldte makroprudentielle regulering – på boligmarkedet, og en række resultater fra den empiriske litteratur om virkningen af begrænsninger på låntagningen præsenteres.

Vigtigt, at forslag til strammere låneregler er klart begrundet

Det er ikke oplagt, at gevinsterne ved yderligere regulering af kreditinstitutternes udlånsvirksomhed i form af større finansiel stabilitet opvejer omkostningerne i form af mindre fleksibilitet for låntagerne, og heller ikke oplagt, at en sådan yderligere regulering i givet fald bedst foretages ved at begrænse adgangen til boliglån for bestemte grupper af låntagere. Der kan dog være andre grunde til at påvirke långivningen på boligmarkedet. Det kan eksempelvis være hensyn til forbrugerbe-

skyttelse eller som et redskab til at stabilisere de generelle konjunkturer, hvor boligmarkedet spiller en vigtig rolle som transmissionsmekanisme. Det er imidlertid vigtigt, at begrundelsen for at foretage et givet indgreb er klart præsenteret. Det er forudsætningen for, at der kan foretages en nøgtern cost-benefit-analyse af forslagets implikationer.

KLIMA- OG ENERGIPOLITIK

Grøn skattereform – Et stærkere og grønnere Danmark i 2030

Udspil om grøn skattereform for industrien og andre erhverv

Regeringen har præsenteret *Grøn skattereform – Et stærkere og grønnere Danmark i 2030*, som følger op på ekspertgruppen for en grøn skattereform. Udspillet indeholder et forslag til en CO_2-afgift på 750 kr. pr. ton CO_2 med fradrag for 50 pct. af kvoteprisen pålagt industri og andre erhverv, og regeringen forventer, at afgiften vil føre til reduktioner på 3,7 mio. tons CO_2 i 2030. Udspillet reducerer mankoen i forhold til reduktionsmålet 70 pct. i 2030, så der ifølge regeringen udestår reduktioner på 5-7 mio. tons. i 2030, hvoraf langt hovedparten skal findes i landbruget.

Uensartet CO_2-afgift fordyrer klimapolitikken

Regeringen foreslår nedslag i afgiften for specifikke brancher, ligesom visse energiafgifter fastholdes. Derfor bliver den effektive CO_2-beskatning ikke ensartet på tværs af brancher eller anvendelse, hvilket fordyrer klimapolitikken betydeligt. For eksempel medfører den foreslåede lavere afgiftssats på udledninger fra mineralogiske processer en årlig samfundsøkonomisk meromkostning på 1 mia. kr. Rabatten forventes at kunne redde op mod 800 arbejdspladser i cementindustrien mfl., jf. Ekspertgruppen for en Grøn skattereform (2022), mod et tilsvarende tab af job andre steder i økonomien. Formandskabets vurdering er, at rabattens globale klimaeffekt er begrænset. Baggrunden er, at branchen er mindre konkurrenceudsat end andre danske industribrancher på grund af høje transportomkostninger, begrænset importkonkurrence og høje markupper, *jf. Produktivitet 2022*, samtidig med at den danske cementindustri er mere CO_2-intensiv end anden cementindustri i EU.

Tilskudsordninger og uklare rammer øger usikkerheden omkring klimapolitikken

Hvis der vedtages en CO_2-afgift svarende til regeringens udspil, reducerer det usikkerheden omkring den fremtidige afgifts- og kvotebetaling for CO_2-udledninger. Indførsel af en bundpris for kvotesektorens samlede afgiftsbelastning er også med til at reducere denne usikkerhed. Omvendt vil de annoncerede tilskudspuljer og uspecificerede krav til reel omstilling i virksomheder med mineralogiske processer kunne øge usikkerheden om de fremtidige rammevilkår for den grønne omstilling, da disse ordninger først konkretiseres på et senere tidspunkt. I

stedet for at den enkelte virksomhed tilpasser sig en kendt CO_2-afgift, vil virksomheden også skulle tage højde for, at det på et senere tidspunkt kan blive muligt at søge forskellige tilskud, og at den kan blive pålagt andre krav om klimatilpasning, hvilket kan betyde, at klimatilpasningen udskydes og dermed fordyres.

Uafhængighed af russisk gas

Regeringens udspil om uafhængighed af russisk gas

Krigen i Ukraine har skabt usikkerhed om gasforsyningen i Europa og Danmark og fået energipriserne til at stige. Som en konsekvens af dette har regeringen i april lanceret udspillet *Danmark kan mere II – Uafhængighed af russisk gas. Danmark skal være grønnere og sikrere.* Ifølge udspillet skal Danmark være uafhængig af russisk gas, og det skal ske ved tiltag, som understøtter en hurtigere udfasning af naturgas og omlægning til vedvarende energikilder.

Begrænsede muligheder for at øge forsyningssikkerhed ved danske tiltag

Usikkerhed om gasforsyningen og risikoen for en alvorlig forsyningskrise er en fælles europæisk trussel, og EU har også fremlagt et udspil til at mindske afhængigheden af russisk gas. Det skal ses i lyset af, at energimarkedet i Europa er tæt forbundet, og EU-lovgivning regulerer gasforsyningen mellem landene. Det indebærer blandt andet, at danske forbrugere ikke kan sikres en fortrinsret til dansk producerede gasforsyninger, da Danmark i tilfælde af en alvorlig forsyningskrise vil være forpligtet til at sende gas til sårbare og beskyttede gasforbrugere i andre medlemslande. Gasforsyningen i Danmark kan derfor ikke sikres gennem ensidige, nationale tiltag, men tiltagene kan være et dansk bidrag til forsyningssikkerhed i EU og landenes fælles målsætning om at blive mere uafhængige af russisk gas.

Fornuftigt med tiltag som fjerner låne-barrierer for omstilling

De aktuelt høje gaspriser giver allerede danske gasforbrugere et stærkt incitament til at reducere deres afhængighed af gas. Det danske regeringsudspil og den erklærede EU-målsætning om hurtigst muligt at blive uafhængige af russisk gas må imidlertid opfattes som udtryk for et ønske om en hurtigere udfasning, end den, der følger af nuværende markedssituation. Det danske regeringsudspil lægger blandt andet op til statsgaranterede lån og billigere lånemuligheder til at udskifte gasfyr ved at fjerne tinglysningsafgiften. Tinglysningsafgifter udgør generelt en barriere for låntagning, og en ophævelse af denne afgift fjerner dermed en forvridende barriere. I det omfang lånebegrænsninger for nogle husholdninger udgør en ikke velbegrundet barriere for låntagning, kan en lettelse af deres lånemuligheder via en statsgaranti ligeledes reducere en markedsforvridning. Både statsgarantien og ophævelsen af tinglysningsafgiften kan derfor ses som fornuftige tiltag i den nuværende situation.

Tilskud kan fremme hurtigere omstilling, …

I udspillet lægges også op til at give tilskud til udskiftning af gas- og oliefyr for hustande med lave indkomster. Disse tilskud har et fordelingspolitisk sigte, men de vil samtidig påvirke incitamentet til at omstille. Tilskyndelsen til omstilling vil blive styrket for hustande, der opnår tilskud, men for husstande, der ikke opnår tilskud, kan forventningen om at opnå tilskud på et senere tidspunkt få dem til at udskyde en omstilling, de ellers ville have foretaget. Fordelingspolitiske mål nås generelt bedst gennem andre instrumenter med begrænset adfærdsvirkning, eksempelvis en midlertidig varmehjælp/grøn check baseret på historisk indkomst og historisk gasforbrug. Hvis der også er et politisk ønske om at fremskynde omstillingen gennem tilskud, bør disse tilstræbe en ensartet tilskyndelse til at bruge mindre gas. Dette taler for generelle omstillingstilskud, der ikke målrettes bestemte grupper. Omstillingstilskuddets størrelse bør så vidt muligt afhænge af den sparede gasmængde, og tilskud bør gøres tidsbegrænsede, men *ikke* være begrænset af afsatte midler.

… men kan også forsinke

HJÆLPEPAKKER VED FREMTIDIGE EPIDEMIER

Hjælpepakker bidrog til at afbøde omkostninger

Under covid-19-epidemien har hjælpepakker til virksomheder og lønmodtagere udgjort et vigtigt tiltag til at afbøde epidemiens økonomiske omkostninger.

Hjælpepakker indebærer omkostninger

Mens der er gode argumenter for at stille hjælpepakker til rådighed i perioder med nedlukninger, er der er imidlertid også samfundsøkonomiske omkostninger ved hjælpepakker. Hvis de fastholdes for længe – også efter aktivitetsbegrænsende restriktioner er ophørt – kan de svække virksomhedsdynamikken, da de reducerer sandsynligheden for, at mindre produktive virksomheder udkonkurreres af mere produktive virksomheder. Netop virksomhedsdynamikken kan redegøre for næsten halvdelen af den samlede produktivitetsvækst siden 2000, jf. *Produktivitet 2022*. Forventningen om fremtidige hjælpepakker kan også svække virksomhedernes incitamenter til at foretage tilpasninger, der kan gøre dem mindre sårbare over for fremtidige epidemier.

Arbejdsgruppe har set på hjælpepakker ved fremtidige epidemier

En arbejdsgruppe under Erhvervsministeriet har i december 2021 fremlagt anbefalinger og principper for hjælpepakker ved fremtidige epidemier.[1] Arbejdsgruppen peger blandt andet på, at generelle støtteordninger er at foretrække frem for mere målrettede ordninger.

1) I *Produktivitet 2022* er formandskabets vurdering af arbejdsgruppens anbefalinger og brugen af hjælpepakker ved fremtidige epidemier beskrevet.

Der var gode argumenter for generelle hjælpepakker i 2020

Da Danmark blev ramt af coronavirus i begyndelsen af 2020, var der stor usikkerhed om karakteren af sundhedskrisen såvel som den økonomiske situation. Der var derfor gode argumenter for hurtigt at stille hjælpepakker til rådighed, og administrative hensyn talte for at gøre dette i form af generelle ordninger i stedet for målrettede. Blandt andet tager generelle ordninger automatisk hånd om virksomheder, der er underleverandører til aktører i berørte brancher.

Generelle hjælpepakker har negative sideeffekter, …

Med generelle ordninger risikerer man imidlertid at støtte virksomheder og brancher, der ikke er berørt af krisen, men som af andre årsager oplever faldende efterspørgsel. Dermed kan hjælpepakker komme til at svække strukturelle tilpasninger i økonomien, jf. *Produktivitet 2022*. Desuden kan udsigten til generelle hjælpepakker forstærke tendensen til, at virksomhederne i mindre grad påtager sig omkostningsfulde investeringer for at gøre deres forretningsmodeller modstandsdygtige overfor fremtidige epidemier.

… og fremover bør hjælpepakker forbeholdes virksomheder, der de facto eller de jure er nedlukkede

Ved fremtidige epidemier bør princippet derfor være, at hjælpepakker forbeholdes de virksomheder, der enten er systemisk vigtige eller som de jure eller de facto er nedlukkede som følge af en sundhedskrise. Det sidstnævnte vil være tilfældet, hvis en stor del af virksomheds forretning består i at være underleverandører til aktører, der de jure er nedlukkede. De administrative systemer bør forberedes således, at sådanne målrettede hjælpepakker vil være mulige ved fremtidige epidemier.

MINISTERIERNES KONSEVENSVURDERINGER

Eftersyn af konsekvensvurderinger …

Det Økonomiske Råds formandskab skal løbende foretage et eftersyn af de adfærdsvirkninger, som lægges til grund for ministeriernes konsekvensvurderinger af økonomisk-politiske tiltag. Formandskabets kan på den baggrund komme med anbefalinger til finansministeren til justeringer af forudsatte adfærdsvirkninger eller påpege områder, hvor der med fordel kan tilvejebringes ny viden. Hvis finansministeren vælger ikke at følge anbefalinger, skal det forklares, hvorfor anbefalingen ikke følges. Det såkaldte følg-eller-forklar princip. Et lignende princip gælder også for formandskabets anbefalinger til de offentlige finanser i rollen som finanspolitisk råd.

… med udgangspunkt i et aktuelt økonomisk-politisk tiltag

I formandskabets vurderinger af ministeriernes konsekvensvurderinger tages i det følgende udgangspunkt i *En ny reformpakke for dansk økonomi,* som blev indgået i januar 2022. Det er en aktuel reform, hvor et centralt mål er at øge beskæftigelsen via afledte adfærdsvirkninger af ændringer i skatte- og overførselsregler. Ministerierne skønner, at

reformen samlet set kan øge beskæftigelsen med omkring 12.000 personer, hvilket er på linje med andre, store reformer i nyere tid.

Fokus på god skik og adfærdsvirkninger af ændringer af dagpengeregler

I det følgende fokuseres indledningsvist på, om ministeriernes konsekvensvurderinger af tiltagene i reformpakken lever op til formandskabets anbefalinger om god skik, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Dernæst ses nærmere på ministeriernes anvendte adfærdsforudsætninger bag de skønnede beskæftigelseseffekter ved ændringer i dagpengereglerne. Den forventede stigning i beskæftigelsen af tiltagene i reformpakken afspejler især adfærdsændringer som følge af ændringer i dagpengereglerne, hvilket er baggrunden for det specifikke fokus på disse forudsætninger.

God skik for konsekvensvurderinger

God skik for konsekvensvurderinger

I *Dansk Økonomi, efterår* 2021 har formandskabet en række overvejelser om, hvad der er god skik for ministeriernes konsekvensvurderinger. Anbefalingerne om god skik handler især om, hvorvidt konsekvensvurderingen indeholder oplysninger om kvaliteten af regnereglerne og brugen af dem i den konkrete vurdering, om afrapportering af virkningen på centrale samfundsmål for at illustrere afvejninger mellem forskellige hensyn, om italesættelse af usikkerhed om beregningerne og om dokumentationen af regneregler, jf. boks I.1.

Virkning på strukturel saldo, beskæftigelse og fordeling belyses, …

I regeringens udspil fra september 2021, *Danmark kan mere I*, og den endelige aftale til reformpakken rapporteres virkningen på flere relevante samfundsmål. Således rapporteres virkningen på den strukturelle saldo og den strukturelle beskæftigelse samt de fordelingsmæssige virkninger i form af tiltagenes betydning for gini-koefficienten. Det er centralt for beslutningsgrundlaget, da der ofte kan være både omkostninger og gevinster ved et tiltag, og der derfor kan være forskellige afvejninger, som skal gøres op, når der træffes en beslutning om tiltag.

BOKS I.1 GOD SKIK FOR KONSEKVENSVURDERINGER

I *Dansk Økonomi, efterår 2021* anbefalede formandskabet, at de økonomiske ministerier bør indføre kvalitetsdeklarationer både af konkrete konsekvensvurderinger og af de underliggende regneregler og metoder.

Kvalitetsdeklaration: Formålet med deklarationerne er at signalere analysernes kvalitet over for beslutningstagerne. Ministerierne bør derfor indføre en deklaration, der tydeligt kommunikerer validiteten af anvendte regneregler i konsekvensvurderingen opdelt på den interne validitet og samlede validitet. Hvor den interne validitet er en vurdering af, i hvilken grad den anvendte regneregler hviler på en identificeret årsagssammenhæng, omfatter den samlede validitet også en vurdering af, om de anvendte regneregler f.eks. den observerede sammenhæng er overførbare og anvendelige i den konkrete konsekvensvurdering – eller om der er forhold, der gør brugbarheden begrænset, f.eks. som følge af forskelle i målgruppe eller ændringer i de øvrige rammer.

Centrale samfundsmål: Der er ofte flere forskellige samfundsøkonomiske mål af interesse, og der kan være forskellige afvejninger, som skal gøres op, når der træffes en beslutning mellem forskellige tiltag. Det kan være virkning på de offentlige finanser, såvel den strukturelle som den faktiske virkning, virkning på velstand og produktivitet samt fordelingseffekter og effekter for klima og miljø. I en konsekvensvurdering bør relevante mål belyses af hensyn til at opnå et bredt dækkende billede af gevinster og omkostninger ved tiltagene.

Usikkerhed: Graden af usikkerhed om de forventede virkninger i konsekvensvurderingen er en vigtigt beslutningsparameter. Derfor bør usikkerheder i konsekvensvurderinger præsenteres, og udeladte, men sandsynlige konsekvenser bør diskuteres. Følsomhedsanalyser, hvor alternative forudsætninger lægges til grund for de forventede virkninger af et tiltag, kan være en måde at illustrere usikkerheden.

Dokumentation: Konsekvensvurderinger bør være veldokumenterede med eksplicitte henvisninger til anvendte regneregler og metoder, og man bør kunne følge alle beregningstrin. Dokumentationen af konsekvenserne af et tiltag bør indeholde relevante og dækkende henvisninger til anvendt teoretisk og empirisk litteratur og udformes, så der både er ikke-tekniske sammenfatninger og detaljeret teknisk dokumentation.

… men mangler virkning på produktivitet …

Et andet centralt samfundsmål er produktivitet, da det er den primære kilde til velstand på længere sigt. Der er således god grund til at vurdere konsekvenser for produktiviteten af de forskellige tiltag. I grundlaget for aftalen belyses de forventede effekter af aftalen for BNP, men det er ikke særligt tydeligt, om det afspejler virkningen af øget beskæftigelse eller en stigning i produktivitetsniveauet. Flere af tiltagene kan eksempelvis forventes at have en påvirkning af produktiviteten, men produktivitetseffekter belyses ikke i udspillet eller i grundlaget for aftalen. Det gælder blandt andet tiltaget om en lavere dagpengesats og kortere dagpengeperiode. På den ene side øger tiltaget lediges incitament til hurtigere at finde beskæftigelse. På anden side kan det mindske incitamentet til at bruge tid på at finde det rette job og match mellem dimittend og arbejdsgiver. Studier peger på, at en forringet matchkvalitet kan have særligt store konsekvenser for produktiviteten, hvis det første job efter endt uddannelse har betydning for resten af arbejdslivet, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Der er dermed en potentiel afvejning mellem beskæftigelse og produktivitet – ligesom der kan være en afvejning mellem beskæftigelse og fordeling – som det er relevant for beslutningstagerne at forholde sig til, da det vil påvirke de forventede velstandsmæssige gevinster af en politikændringen.

… og den faktiske saldo

I udspillet og aftalen er virkningen på den strukturelle offentlige saldo, som nævnt, angivet, men der er ikke en angivelse af virkningen på andre mål for de offentlige finanser f.eks. den faktiske saldo, som kan belyse de offentlige finansers tilpasning til det strukturelle niveau, eller den langsigtede virkning af reformen på holdbarheden af de offentlige finanser.

Vurdering af reformpakke indeholder ikke kvalitetsdeklaration …

Formandskabet har anbefalet, at konsekvensvurderinger tilføjes en kvalitetsdeklaration, som over for beslutningstagerne skal kommunikere kvaliteten af regneregler og konsekvensvurderinger efter en rangordning i en simpel og lettilgængelig form. Finansministeriet har dokumenteret flere regneprincipper og adfærdsforudsætninger, som finder anvendelse på beskæftigelses- og overførselsområdet, herunder for ændringer i dagpengeregler, jf. blandt andet Finansministeriet (2021). I udspillet eller i selve aftalen til reformpakken er der imidlertid ingen henvisning til regnereglerne og ingen deklaration af kvaliteten af konsekvensvurderingerne. Det kunne eksempelvis være en vurdering af, om de konkrete regneregler meningsfyldt kan anvendes i den konkrete sammenhæng. Det gør det vanskeligt for beslutningstagere og offentligheden at vurdere, om de oplyste provenuer og beskæftigelseseffekter på tværs af tiltag er pålidelige, herunder om nogle tiltag er at foretrække frem for andre på grund af forskelle i de anslåede effekters pålidelighed.

… og diskussion af usikkerheder

Graden af usikkerhed om de forventede virkninger i konsekvensvurderingen kan være en vigtig beslutningsparameter. Der er generelt en sparsom og sporadisk behandling af usikkerhed om de forventede effekter af tiltagene i grundlaget for aftalen, og man får ikke et indtryk af, hvor der er tale om mere eller mindre usikre effekter. Der er f.eks. ikke en mere fundamental diskussion af usikkerheden på beskæftigelseseffekter af de forskellige tiltag, og eksempelvis hvilket usikkerhedsbånd beskæftigelseseffekterne kan variere mellem.

Anbefaling om god skik bør imødekommes

Gennemgangen af beslutningsgrundlaget for reformpakken viser, at der på flere områder er basis for en bedre efterlevelse af formandskabets anbefalinger til god skik for konsekvensvurderinger, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Der er især et forbedringspotentiale i forhold til at indføre kvalitetsdeklarationer af konsekvensvurderinger og underliggende regneregler for at tydeliggøre analysernes kvalitet og usikkerheden på beregninger over for beslutningstagerne og offentligheden.

Validitet af regneregler vedr. ændringer i dagpengeregler

Ændringer af dagpengeregler udgør stor del af beskæftigelsesvirkning

Adfærdsvirkningerne i aftalen *En ny reformpakke for dansk økonomi* kommer især fra ændrede dagpengeregler. Ud af en beskæftigelsesstigning på 12.000 personer kommer godt 7.000 personer fra ændringer i dagpengereglerne. Konkret skønnes lavere satser og forkortet dagpengeperiode for dimittenddagpengemodtagere at øge beskæftigelsen med 8.000 personer, mens en højere dagpengesats i form af et beskæftigelsestillæg i de tre første måneder af dagpengeperioden skønnes at mindske beskæftigelsen med 800 personer.

Tilgangseffekt afspejler ikke den nyeste viden

I kapitel IV foretages en vurdering af de regneregler, der ligger bag opgørelsen af den såkaldte tilgangseffekt af ændrede dagpengeregler. Tilgangseffekten udgør en betydelig del af den samlede virkning af de nævnte dagpengeændringer. Gennemgangen af de anvendte regneregler til opgørelse af tilgangseffekten viser, at regnereglerne på flere områder ikke afspejler den nyeste forskningsmæssige viden.

Anvendelse af adfærdseffekter har svag validitet

Herudover vurderes det, at anvendelsen af de adfærdsforudsætninger, der ligger bag beregninger af tilgangseffekten, har en svag validitet og derfor ikke udgør et pålideligt grundlag for tilgangseffekten ved ændringer i dagpengesystemet.

Behov for at gentænke regneprincipperne

Diskussionen i kapitel IV tillader ikke entydigt at konkludere, om den samlede virkning på den strukturelle beskæftigelse er over- eller undervurderet, men kapitlet peger på, at de enkelte elementer i ministeriernes beregning hver især må formodes at have en konkret bias. Det

vurderes således, at ministeriernes anvendte regneprincipperne trækker i retning af at overvurdere den negative effekt på beskæftigelsen af beskæftigelsestillægget i de første tre måneder af dagpengeperioden for personer med en relativt stærk beskæftigelseshistorik. Omvendt trækker regneprincipperne i retning af at overvurdere den positive beskæftigelsesvirkning, der kan forventes af en lavere dimittendsats. Endelig trækker regneprincipperne i retning af at undervurdere den positive beskæftigelsesvirkning som følge af forkortelsen af dagpengeperioden for dimittender. Konsekvensvurderingerne vedrørende dimittender er i udpræget grad baseret på ad hoc-antagelser, der betyder, at virkningerne må karakteriseres som værende meget usikre. Samlet set eksemplificerer dette behovet for at gentænke regneprincipperne på dagpengeområdet.

LITTERATUR

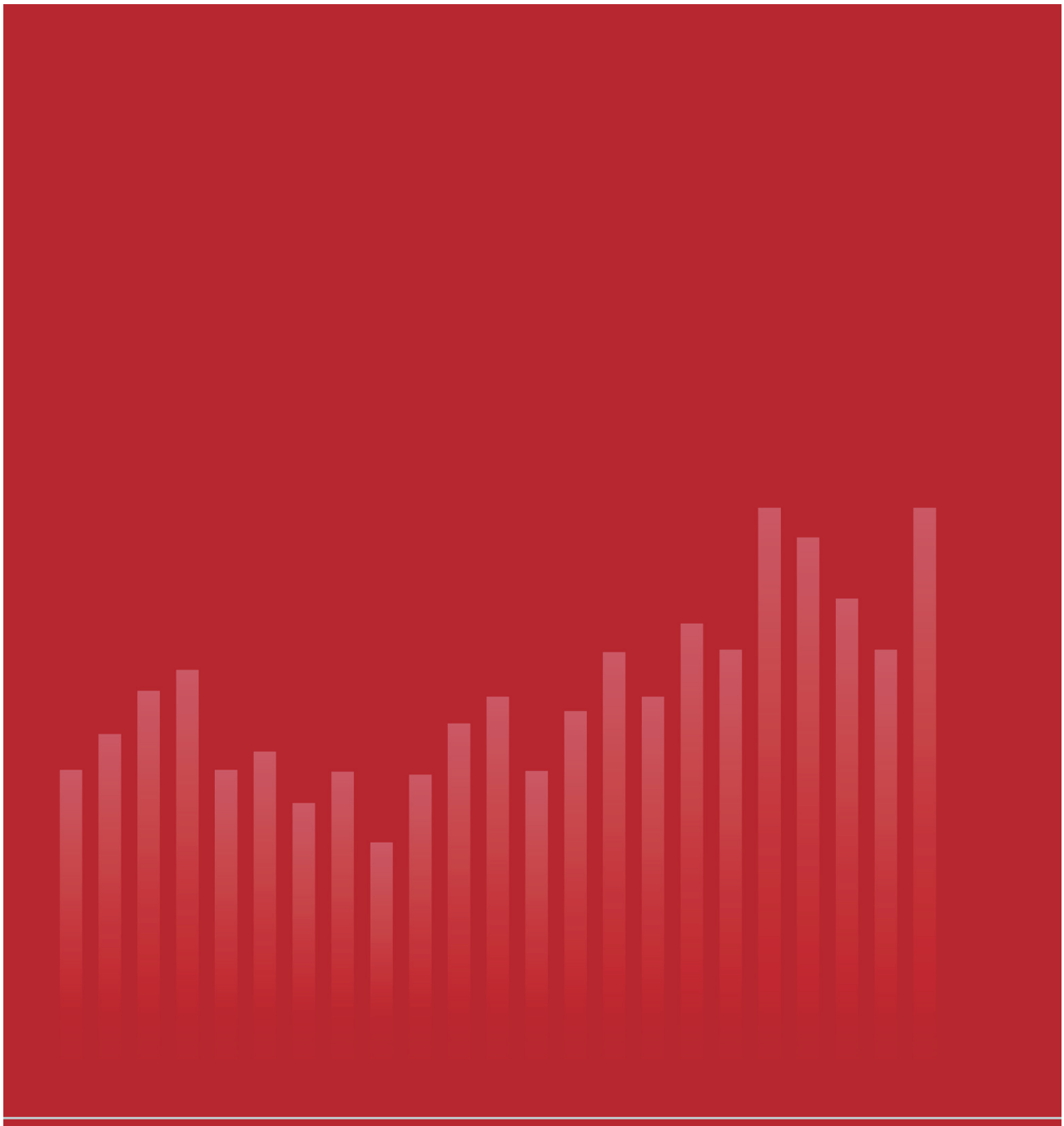
Børne- og Undervisningsministeriet (2022): Profilmodellen. Tilgået april 2022 via www.uddannelsesstatistik.dk.

Ekspertgruppen for en Grøn skattereform (2022): *Grøn skattereform. Første delrapport.*

Finansministeriet (2021): *Regneprincipper på beskæftigelses- og overførselsområdet.*

Gruber, J., A. Jensen og H. Kleven (2021): Do People Respond to the Mortgage Interest Deduction? Quasi-experimental Evidence from Denmark. *American Economic Journal: Economic Policy*, 13 (2): 273-303.

Reformkommissionen (2022): Dokumentation for Reformkommissionens vurdering af virkninger af nye kandidatuddannelsesveje. Notat til publikationen *Nye Reformveje 1*.



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Dansk Økonomi, forår 2022

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Dansk økonomi har haft stor fremgang gennem 2021, og i begyndelsen af 2022 var aktivitetsniveauet højt. Beskæftigelsen lå i februar ca. 3¾ pct. over det skønnede strukturelle niveau. Udsigt til begyndende konjunkturnormalisering, nedskalering af coronaindsatsen samt høj inflation trak i retning af afdæmpet vækst allerede forud for Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar.

Krigen forstærker de negative impulser. Inflationen er tiltaget, renterne er steget, og usikkerheden øget. På denne baggrund forventes omtrent stilstand i dansk økonomi gennem året og svag vækst i 2023.

Prognosen indebærer, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et beskæftigelsesgap i 2023 på ca. 1¾ pct. Det er derfor vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive.

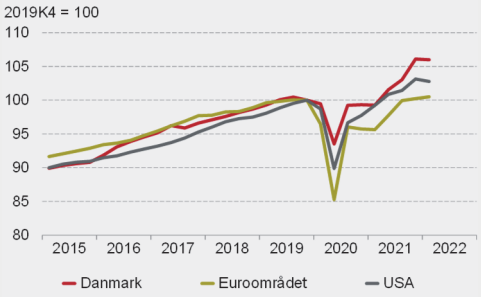
II.1 INDLEDNING

Højt aktivitetsniveau i dansk økonomi før krigen i Ukraine

Der har været betydelig fremgang i dansk økonomi det seneste år. BNP var i første kvartal i år 6 pct. over niveauet fra slutningen af 2019, før coronakrisen brød ud. Det er en væsentlig større fremgang end set i USA og især i euroområdet, jf. figur II.1. Den gunstige konjunktursituation i Danmark afspejles også på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen steg i et hidtil uset tempo gennem 2021. Det seneste år er beskæftigelsen steget knap 165.000 personer, og i februar 2022 skønnes beskæftigelsen at være ca. 3¾ pct. over det strukturelle niveau. Aktivitetsniveauet i dansk økonomi var dermed højt, da verdensøkonomien blev ramt af et nyt, negativt stød i form af Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar 2022.

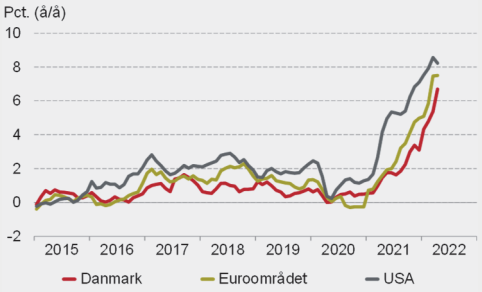
FIGUR II.1 BNP

BNP er steget mere i Danmark end i euroområdet og USA siden coronakrisens udbrud.



FIGUR II.2 INFLATION

Inflationen er tiltaget i store dele af verden igennem det seneste år.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2022 for BNP og april 2022 for inflationen. Inflationen er opgjort som årlige ændringer i forbrugerprisindekset.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

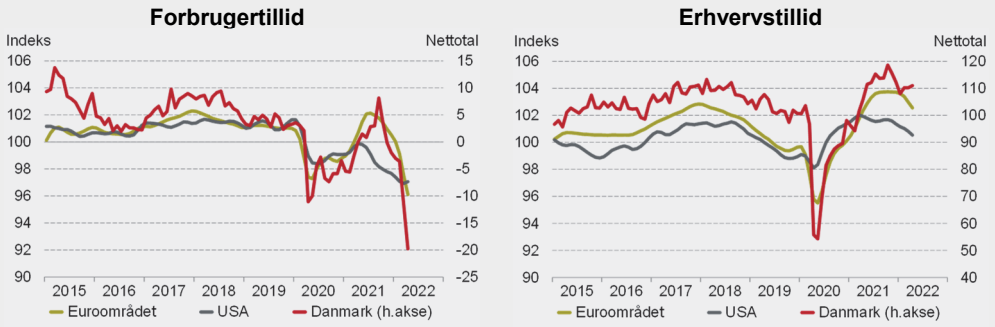
Krigen dæmper vækstudsigter og øger usikkerheden

Inflationen steg markant i store dele af den vestlige verden igennem 2021 og i begyndelsen af 2022, jf. figur II.2. Det afspejler pres på de globale forsyningskæder, tiltagende efterspørgsel i mange lande og stigende energi-, fødevare- og råvarepriser. De inflationære tendenser er blevet forstærket af krigen i Ukraine, sanktionerne rettet mod Rusland og de russiske modsvar. Det dæmper alt andet lige den globale produktion og efterspørgsel samtidig med, at den globale forsyningssituation fortsat er påvirket af pandemien. Krigen i Ukraine påvirker

desuden samhandlen negativt og øger usikkerheden om de økonomiske udsigter, hvilket kan bidrage til tilbageholdenhed i forbrug og investeringer den kommende tid. Tillidsindikatorerne peger på, at forbrugerne i højere grad end virksomhederne er påvirkede af den aktuelle situation, jf. figur II.3. Det gælder i Danmark, men også i euroområdet og USA. Væksten de kommende år dæmpes desuden af, at en gradvis normalisering af konjunktursituationen fra det gunstige udgangspunkt trækker i retning af lavere vækst.

FIGUR II.3 TILLIDSINDIKATORER

Forbrugertilliden er faldet markant i begyndelsen af 2022, mens faldet i erhvervstilliden har været mere begrænset.



Anm.: Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

Prognosen bygger på udlandsforudsætninger fra IMF

Udviklingen i international økonomi er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Særligt for europæisk økonomi er der betydelig usikkerhed knyttet til krigen i Ukraine. Prognoser for udviklingen i international og dansk økonomi de kommende år kan derfor ikke ses separat fra udviklingen i krigen. Prognosen for udviklingen i dansk økonomi bygger på forudsætningerne i hovedscenariet i den seneste vurdering fra IMF. Heri forudsættes, at de nuværende sanktioner mod Rusland opretholdes i 2022-23, og at konflikten ikke spreder sig til andre lande. Såfremt olie- eller gasforsyningerne afbrydes i betydeligt omfang i forhold til situationen medio maj 2022, vil det dermed indebære forværrede internationale udsigter i forhold til forudsætningerne bag prognosen. Med hensyn til covid-19 forudsætter IMF, at der ikke opstår nye mutationer, der kræver yderligere aktivitetsbegrænsende tiltag. Effekten fra eventuelle nye smittebølger på den økonomiske aktivitet antages imidlertid at være mindre end i hidtidige bølger.

Finanspolitikken er lempet i år og er lempelig i forhold til 2019

Aktiviteten i år understøttes af en lempelig finanspolitik. I år er der gennemført en række ufinansierede finanspolitiske tiltag for ca. 15 mia. kr. i forhold til finanslovsforslaget. Det drejer sig om flere udgifter til test og vaccine henover vinteren, øgede militærudgifter, udgifter til ukrainske flygtninge samt varmecheck. Finanspolitikken i 2022 skønnes samlet set at bidrage med ca. 1¼ pct.point til BNP-væksten i forhold til 2019 og indebære en forværring af den strukturelle saldo på ca. 1 pct. af BNP i 2022 i forhold til 2019.

Strukturel saldo i 2022 bryder grænsen i budgetloven

Budgetloven har en grænse for underskuddet på den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP,[1] og denne grænse brydes i det aktuelle skøn for 2022. Det vurderes dog, at overskridelsen kan henføres til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, jf. diskussionen i afsnit II.8.

Udsigt til stilstand i BNP gennem året

Der forventes samlet en betydelig afdæmpning i efterspørgsel og produktion gennem resten af året som følge af øget usikkerhed, faldende realindkomst og produktivitetsfald afledt af forsyningskædeforstyrrelser og mangel på arbejdskraft, jf. figur II.4. Trods den markante afdæmpning ventes BNP i år som gennemsnit at være ca. 3½ pct. højere end sidste år, jf. tabel II.1. Det skyldes den markante fremgang igennem 2021, sådan at aktivitetsniveauet allerede i begyndelsen af i år var markant over gennemsnittet for sidste år. Det høje aktivitetsniveau forud for krigen indebærer også, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et betydeligt inflations- og lønpres og en beskæftigelse, der ventes at ligge ca. 3½ pct. over det skønnede strukturelle niveau i år. Prognosen indebærer en vis normalisering af konjunktursituationen, hvor output- og beskæftigelsesgap indsnævres, men aktiviteten ventes fortsat at ligge over det strukturelle niveau. Beskæftigelsesgap skønnes i 2023 fortsat at være ca. 1¾ pct.

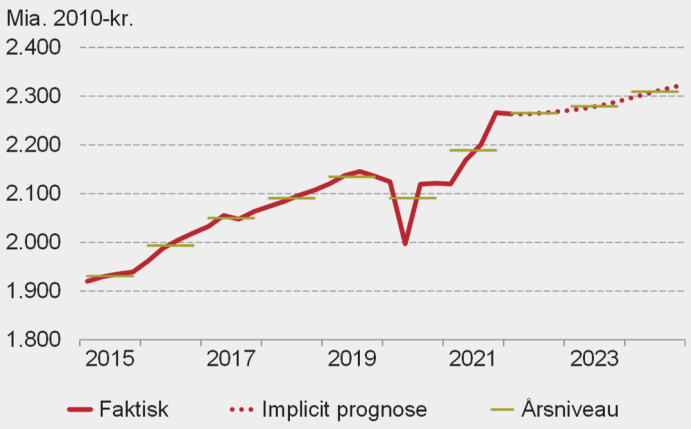
Høje lønstigninger i 2023, men ingen accelererende lønprisspiral

Den fortsat høje aktivitet i dansk økonomi med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet kombineret med en inflation, der ikke er set højere siden 1980'erne, ventes at øge lønstigningerne, særligt i 2023. I år ventes inflationen at blive ca. 5 pct., og næste år ventes lønstigninger på ca. 4½ pct. Lønstigningerne forventes også at være lidt højere end normalt årene efter. Det afspejler lønmodtagernes forventning om kompensation for reallønsfaldet i 2022 snarere end højere inflationsforventninger. I prognosen igangsættes derfor heller ikke en accelererende lønprisspiral. Det skal ses med baggrund i, at inflationstakten ventes at falde henover andet halvår af 2022, og husholdningernes inflationsforventninger forudsættes at være forankrede på længere sigt.

1) Budgetlovens grænse for det strukturelle underskud ændres den 1. juli 2022 til et underskud på 1 pct. af BNP.

FIGUR II.4 IMPLICIT KVARTALSPROGNOSE FOR BNP

Der ventes omtrent stilstand i BNP gennem året, men stigningen igennem 2021 indebærer, at årsniveauet for 2022 ventes at blive ca. 3½ pct. højere end årsniveauet for 2021.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2022, som bygger på Danmarks Statistiks BNP-indikator. Den prikkede røde kurve viser en implicit kvartalsprofil, som er i overensstemmelse med årsvækstraterne.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Risiko for længere periode med lav vækst og høj inflation

International økonomi har de seneste år været ramt af en række negative udbudsstød. Der er betydelig risiko for nye negative stød til energi- eller fødevareforsyningen samt til forsyningskæderne, hvilket vil øge det inflationære pres og dæmpe væksten yderligere i Danmark. Hertil kommer, at det store kapacitetspres i kombination med den aktuelt høje inflation risikerer at øge lønmodtagernes forventninger til inflationen på mellemlang sigt. Det kan føre til øgede lønkrav, som går udover kompensationen for reallønstabet i 2022-23. Det risikerer at igangsætte en selvforstærkende lønprisspiral. Risikoen for dette er også tilstede i flere andre lande, herunder særligt i USA. I værste fald kan uforankrede inflationsforventninger føre til en periode med stagflationslignende tilstande, hvor inflationen er høj og væksten lav.

TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

BNP ventes at blive ca. 3½ pct. højere i år end sidste år, og beskæftigelsen skønnes at være ca. 3½ pct. højere end det strukturelle niveau i år.

	2021	2022	2023	2030 a)
BNP (realvækst i pct.)	4,7	3,5	0,6	1,4
Beskæftigelsesgap (pct.)	1,6	3,6	1,8	0,0
Nettoledighed	94	58	74	96
Offentlig saldo (pct. af BNP)	2,3	0,6	-0,3	-0,2
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-1,7	-0,6	0,1	-0,2
Inflation (pct.)	2,1	4,9	2,5	1,9
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	5,2	3,2	2,6	1,7
10-årig dansk statsobligation (pct.)	0,0	1,1	1,5	1,1

a) Sidste søjle viser niveauet i 2030 for beskæftigelsesgap, ledighed, offentlig og strukturel saldo, inflation samt rente. For BNP i Danmark og udlandet vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2023 til 2030.

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

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

Indhold i kapitlet

I afsnit II.2 beskrives udviklingen i international økonomi. Afsnittet har fokus på den høje inflation, de pengepolitiske reaktioner herpå samt på betydningen af krigen i Ukraine for de globale vækstudsigter. I afsnit II.3 sættes yderligere fokus på den høje inflation, som har overrasket mange prognosemagere. I afsnittet beskrives årsagerne til, at inflationen har været uventet høj, og konsekvenserne heraf diskuteres. Afsnittet indeholder desuden en kvalitativ vurdering af udsigterne for inflationen de kommende år. I afsnit II.4 præsenteres forventningerne til udviklingen i dansk økonomi de kommende år. Afsnittet har fokus på det høje aktivitetsniveau i dansk økonomi ved indgangen til 2022 samt de afdæmpende effekter, krigen i Ukraine og den høje inflation forventes at få de kommende år. Beskæftigelsen er steget markant i forhold til niveauet ved udgangen af 2019, og i afsnit II.5 dykkes nærmere ned i sammensætningen af beskæftigelsesfremgangen. Udviklingen på de offentlige finanser beskrives i afsnit II.6 med fokus på aktivitetsvirkningen af det offentlige forbrug. I afsnit II.7 gennemgås reglerne for exceptionelle omstændigheder i budgetloven samt i stabilitets- og vækstpagten, og det diskuteres, i hvilket omfang der er exceptionelle omstændigheder i 2022. Kapitlet afsluttes med vurderinger og anbefalinger i afsnit II.8.

II.2 INTERNATIONAL ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

Indhold i afsnittet

Krigen i Ukraine har skabt fornyet usikkerhed i den internationale økonomi i en situation, hvor verdensøkonomien fortsat er præget af forstyrrelserne forårsaget af covid-19-pandemien. Afsnittet indledes med en diskussion af, hvordan de internationale vækstudsigter påvirkes af krigen i Ukraine og sanktionerne rettet mod Rusland. De efterfølgende to delafsnit fokuserer på den høje og tiltagende inflation i USA og euroområdet siden midten af 2021. Inflation behandles yderligere i afsnit II.3 med særligt fokus på effekterne af uventet inflation. Dernæst følger et delafsnit om pengepolitik og renteudviklingen, inden udlandsprognosen præsenteres. Til slut diskuteres de væsentligste risikofaktorer for international økonomi de kommende år, som især knytter sig til det fortsatte forløb for krigen i Ukraine og risikoen for stagflation, men også til den videre udvikling i covid-19-pandemien.

KRIGEN I UKRAINE UDGØR NYT NEGATIVT STØD TIL VERDENSØKONOMIEN

Relativt positive udsigter ved indgangen til 2022

Ved indgangen til 2022 var der udsigt til mere normale økonomiske tilstande i verdensøkonomien efter to år præget af covid-19-pandemien. I mange lande var den økonomiske vækst tiltaget, blandt andet hjulpet på vej af en lempelig finans- og pengepolitik, ligesom de realøkonomiske effekter af pandemien var mindsket betragteligt under de seneste smitteudbrud. Efterdønningerne fra pandemien medførte dog stadig visse udfordringer for verdensøkonomien, hvor en høj efterspørgsel kombineret med udbudsbegrænsninger gav anledning til flaskehalse i forsyningskæderne og stigende priser på blandt andet råvarer. Den højere inflation og forventninger til pengepolitiske stramninger bidrog til stigende markedsrenter.

Krigen i Ukraine får realøkonomisk effekt

Udbruddet af krigen i Ukraine i slutningen af februar 2022 udgør det andet store negative stød til verdensøkonomien indenfor to år og har skabt fornyet usikkerhed om udsigterne for den internationale økonomi. Krigen påvirker både samhandel, produktion og efterspørgsel og må ventes at få realøkonomiske konsekvenser, særligt i en række europæiske lande, der er afhængige af samhandel med Rusland (og Ukraine). En væsentlig kanal, som også vil ramme lande udenfor Europa, er højere priser på energi, fødevarer og andre råvarer. Øget usik-

kerhed om de økonomiske udsigter kan desuden føre til tilbageholdenhed blandt såvel forbrugere som virksomheder, hvilket vil dæmpe den økonomiske aktivitet yderligere. Der er stadig betydelig usikkerhed knyttet til de økonomiske konsekvenser af krigen, og effekterne vil både afhænge af krigens længde og intensitet samt af de politiske reaktioner, både fra Vestens og Ruslands side.

KRIGEN DÆMPER VÆKSTUDSIGTERNE YDERLIGERE

Ukraine og Rusland er vigtige på råvaremarkederne

Helt overordnet spiller Ukraine og Rusland kun en mindre rolle i verdensøkonomien. De to lande står tilsammen for omkring 2 pct. af verdens samlede eksport, og deres produktion udgør omkring 4 pct. af globalt BNP. Dertil kommer, at de to lande kun har relativt beskedne økonomiske og finansielle forbindelser til andre lande, dog med undtagelse af en række østeuropæiske og centralasiatiske lande, jf. Verdensbanken (2022). På trods af dette har krigen allerede fået mærkbare afsmittende effekter på den globale økonomi. Dette skyldes, at Rusland og Ukraine spiller en vigtig rolle på nogle af de globale råvaremarkeder, jf. boks II.1. De to lande står for en høj andel af verdens samlede eksport af visse fødevarer, ligesom Rusland spiller en central rolle i den globale eksport af energi. Dertil kommer, at Rusland er en vigtig eksportør af visse metaller og mineraler.

Krigen reducerer udbud og hæver priser

Krigen og sanktionerne rettet mod Rusland påvirker dermed primært den internationale økonomi gennem forstyrrelser i udbuddet af energi og en række andre råvarer og fødevarer. Dette har givet sig udslag i betydelige prisstigninger på disse varer, især på energi, jf. figur II.5 og boks II.2. Forstyrrelserne af udbuddet skaber nye udfordringer i de globale forsyningskæder i en situation, hvor udfordringerne forårsaget af pandemien stadig spiller en rolle. De højere priser øger virksomhedernes produktionsomkostninger, og forbrugerne påvirkes både direkte i form af større omkostninger til opvarmning og transport og indirekte i det omfang, at virksomhederne overvælter de forøgede produktionsomkostninger i forbrugerpriserne. Hvis virksomhederne vælger at øge salgspriserne som følge af de højere produktionsomkostninger, vil prisstigningerne sætte sig i et mere bredt udsnit af varer og tjenester. Højere priser på forbrug udhuler forbrugernes købekraft på tværs af lande og trækker dermed i retning af lavere efterspørgsel.

Stigende priser allerede før invasionen

Det er dog ikke kun krigen, der har forårsaget høje prisstigninger. Allerede forud for invasionen var priserne på energi og andre råvarer steget. Det afspejler blandt andet det pres på de globale forsyningskæder, som pandemien har forårsaget, ligesom kapacitetspresset i løbet af 2021 er tiltaget i takt med genopretningen af landenes økonomier, jf.

også senere i afsnittet. Dertil kommer et opadgående pres på energipriserne henover efteråret og vinteren 2021-22 som følge af, at mindre regn og blæst end sædvanligt førte til mindre produktion af energi fra disse energikilder. Allerede forud for invasionen af Ukraine havde Rusland desuden reduceret sine gasleverancer til Europa, hvilket resulterede i mindre naturgaslagre og derigennem højere gaspriser. Invasionen af Ukraine har dermed forstærket de inflationære tendenser, der allerede var til stede forud for krigen.

BOKS II.1 UKRAINES OG RUSLANDS ROLLER PÅ RÅVAREMARKEDERNE

Centrale eksportvarer fra Rusland og Ukraine
Rusland er en vigtig eksportør af energi. Dette gælder især naturgas og kul, hvor eksport fra Rusland udgør ca. 25 henholdsvis ca. 20 pct. af den samlede globale eksport. Rusland er også en vigtig eksportør af råolie og står for over 10 pct. af den globale eksport. Rusland spiller desuden en vigtig rolle i eksporten af visse metaller og mineraler, som er et vigtigt input i produktionsprocessen. Dette gælder blandt andet palladium, som er et vigtigt input i bilproduktionen, nikkel, som blandt andet anvendes i batterier, samt argon og neon, der anvendes i halvledere. Omkring 20 pct. af den samlede globale eksport af nikkel henholdsvis palladium stammer fra Rusland, mens dette gælder omkring 10 pct. for aluminium. Rusland står desuden for omkring 15 pct. af den globale eksport af gødning.

Ukraine spiller især en central rolle i den globale produktion af visse fødevarer. Ukraine er blandt andet verdens største eksportør af planteolie (blandt andet solsikkeolie) og står for omkring 40 pct. af den samlede globale eksport. Over 10 pct. af den globale eksport af majs stammer ligeledes fra Ukraine. Rusland og Ukraine står desuden tilsammen for omkring 25 pct. af verdens samlede eksport af hvede.

Importører af russiske og ukrainske råvarer
Euroområdet er især afhængig af import af energi og metaller fra Rusland. Omkring 40 pct. af den samlede import af kul i euroområdet stammer fra Rusland, mens dette gælder 35 pct. for naturgas og 20 pct. for råolie.

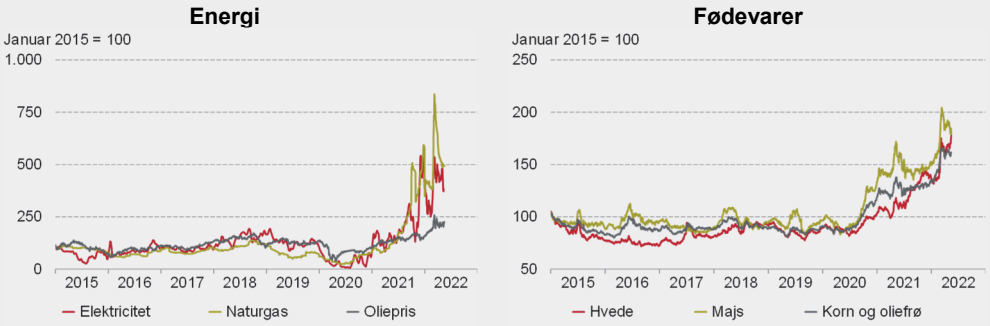
Indenfor euroområdet er især Tyskland afhængig af energiimport fra Rusland, hvor ca. en tredjedel af det samlede energiforbrug er importeret fra Rusland. Opdelt på energiformer gælder dette over 50 pct. for naturgas, knap 35 pct. for olie og ca. 25 pct. for kul.

Især en række lande fra Østeuropa, Centralasien, Mellemøsten og Afrika er desuden afhængige af import af hvede fra Rusland og Ukraine. I disse lande består 75 pct. eller mere af deres samlede forbrug af hvede af import fra de to lande.

Kilder: Bachmann mfl. (2022) og Verdensbanken (2022).

FIGUR II.5 RÅVAREPRISER

Råvarepriserne var allerede begyndt at stige i 2021, men i de første måneder af 2022 er prisstigningerne taget yderligere til. Energipriserne er steget markant mere end fødevarepriserne.



Anm.: Olieprisen er prisen på en tønde brentolie. Naturgasprisen er prisen på hollandsk TTF-naturgas. Elprisen er den nordiske elpris fra elbørsen Nord Pool. På grund af store daglige udsving er elprisen vist som tougers glidende gennemsnit. Fødevareprisindeksene er fra International Grains Council. Seneste observation er 16. maj 2022 for olie og naturgas, 18. maj 2022 for el og 13. maj 2022 for fødevarer. Bemærk at skalaen er forskellig på de to figurer, mens indekseringen er den samme.

Kilde: Macrobond.

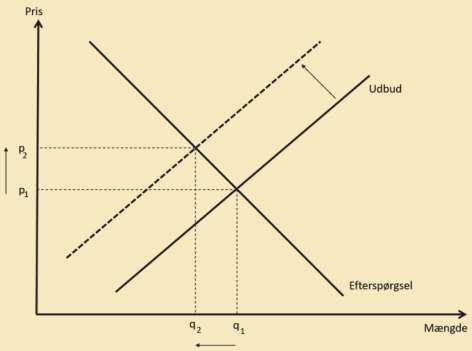
Usikkerhed kan dæmpe efterspørgslen yderligere

I tillæg til de højere priser indebærer den russiske invasion en betydelig usikkerhed, som kan føre til tilbageholdenhed i såvel forbrug som investeringer. Usikkerheden knytter sig i første omgang til krigens omfang og varighed samt til spørgsmålet om sanktionernes størrelse og eventuelle modreaktioner fra Rusland, eksempelvis i form af stop for salg af olie og gas til Vesten. Usikkerheden knytter sig også til den reaktion, centralbanker og regeringer rundt om i verden vil foretage som konsekvens af situationen, herunder den kraftige stigning i inflationen. Udviklingen i forbrugertillidsindikatorerne for USA og euroområdet indikerer, at usikkerheden blandt husholdningerne steg i forbindelse med udbruddet af krigen, jf. figur II.6. I april befandt forbrugertilliden sig i begge lande på et lavere niveau end under udbruddet af coronapandemien. For aktiemarkederne indikerer udviklingen i højfrekvente volatilitetsindeks omvendt, at usikkerheden på de finansielle markeder toppede i dagene omkring invasionen, og at usikkerheden efterfølgende er faldet tilbage til et lavere niveau, jf. figur II.7. Volatiliteten på aktiemarkederne har i hele perioden desuden ligget på et lavere niveau end i tiden omkring udbuddet af coronapandemien i 2020 og finanskrisen i 2008.

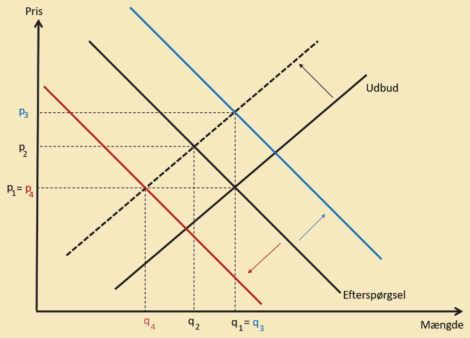
BOKS II.2 UDBUDSSTØD OG POLITISK RESPONS

Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød. I forbindelse med covid-19-pandemien har den økonomiske aktivitet været underlagt en række begrænsninger, og forsyningskæderne har været ekstraordinært pressede. Det begrænser virksomhedernes adgang til input i produktionen, presser produktiviteten og øger dermed omkostningerne. Det seneste udbudsstød er krigen i Ukraine, som yderligere reducerer tilgængeligheden af en række råvarer og input i produktionen. De negative udbudsstød øger priserne og mindsker samtidig den producerede mængde, jf. figur A.

FIGUR A UDBUDSSTØD



FIGUR B POLITISK RESPONS PÅ UDBUDSSTØD



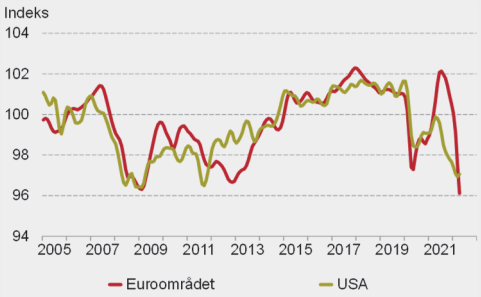
Udbudsrestriktioner sætter den økonomiske politik (både mht. finans- og pengepolitikken) i et dilemma. *Ekspansiv finanspolitik* kan stabilisere output, men vil blot øge inflationen yderligere. Det er illustreret i figur B, hvor den blå kurve angiver en finanspolitisk ekspansion, som bringer produktionen tilbage til oprindeligt niveau (q_1), mens priserne stiger yderligere (det ekstra ryk fra p_2 til p_3).

Kontraktiv pengepolitik i form af eksempelvis renteforhøjelser fra centralbankerne kan modvirke prisstigningerne, men har en omkostning i form af et yderligere produktionsfald. Dette er illustreret ved den røde kurve i figur B. Det kontraktive efterspørgselsstød bringer her priserne tilbage på det oprindelige niveau (p_1), men produktionen falder yderligere i forhold til det oprindelige udbudsstød (det ekstra ryk fra q_2 til q_4).

Historiske erfaringer viser, at der ofte er sammenfald mellem markante olieprisstigninger og recessioner. Det skyldes netop, at centralbankerne forsøger at modvirke den høje inflation gennem pengepolitiske opstramninger, der så reducerer aktiviteten i økonomien, jf. Bernanke mfl. (1997). Såfremt situationen med høje priser og lav produktion skal modvirkes, kræves et modgående skift i udbudskurven, eksempelvis gennem produktivitetsfremskridt.

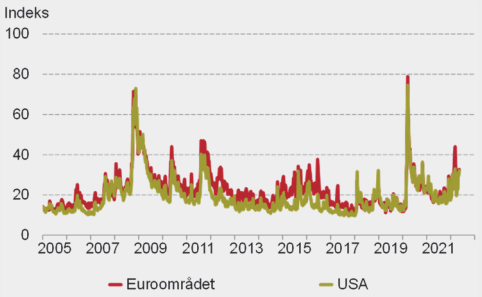
FIGUR II.6 FORBRUGERTILLID

Forbrugertilliden er faldet yderligere i de første måneder af 2022 i både USA og euroområdet.



FIGUR II.7 VOLATILITETSINDEKS

Volatilitetsindekset steg især i euroområdet omkring invasionen af Ukraine.



Anm.: Volatilitetsindeksene måler markedets forventninger til volatiliteten på aktiemarkedet og er en indikator for usikkerhed på de finansielle markeder. For USA vises VIX-indekset og for euroområdet VSTOXX-indekset. Begge indeks er omdannet til ugefrekvens. Seneste observation er april 2022 for forbrugertilliden og 16. maj 2022 for volatilitetsindeksene.

Kilde: Macrobond.

Vækstudsigter aftaget før krigen i Ukraine

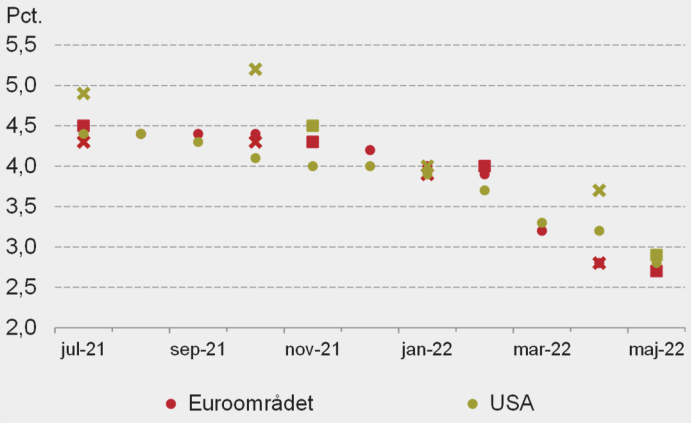
Samlet set lægger krigen i Ukraine en dæmper på vækstudsigterne for den internationale økonomi, især i 2022. Forventningerne til væksten var dog allerede svækket, inden Ukraine blev invaderet. Dette afspejles eksempelvis i udviklingen i Consensus-forventningerne til væksten i USA og euroområdet i 2022, jf. figur II.8. De nedjusterede forventninger forud for krigen kan formentlig delvist tilskrives, at den højere inflation blev mere længerevarende end ventet, hvilket førte til stigninger i de markedsbaserede renter, jf. også senere i afsnittet, ligesom det førte til en større svækkelse af købekraften. Dertil kommer, at den geopolitiske uro allerede var tiltaget inden Ruslands invasion.

Krigen har især hæmmet vækstudsigter i Europa

Krigen har især hæmmet vækstudsigterne for de europæiske lande. Dette kommer blandt andet til udtryk i den seneste vurdering fra IMF i april, hvor vækstskønnet for 2022 er nedjusteret godt 1 pct.point for euroområdet sammenlignet med januarprognosen, men kun godt ¼ pct.point for USA, jf. IMF (2022). Udlandsforudsætningerne i nærværende prognose lægger vækstskønnene fra IMF's aprilprognose til grund, jf. også senere i afsnittet. Medio maj er der offentliggjort nye skøn for BNP-væksten i år fra Consensus og EU-Kommissionen. I disse udgivelser er vækstskønnene for euroområdet på linje med nærværende prognose, mens vækstskønnene for USA er mere pessimistiske.

FIGUR II.8 CONSENSUS-FORVENTNINGER

Forventningerne til BNP-væksten i USA og euroområdet i 2022 var allerede aftaget inden invasionen i Ukraine. Efterfølgende er vækstudsigterne aftaget yderligere.



Anm.: Prikkerne viser udviklingen i Consensus-forventningerne til BNP-væksten i 2022 fra juli 2021 til maj 2022. Krydsene angiver skønnene fra IMF's prognoser, hvor aprilskønnene ligger til grund for nærværende prognose. Firkanterne angiver skønnene fra EU-Kommissionens prognoser.

Kilde: Consensus Economics, diverse udgivelser, IMF, *World Economic Outlook*, diverse udgivelser, og EU-Kommissionen, *European Economic Forecast*, diverse udgivelser.

HØJ INFLATION OGSÅ INDEN KRIGEN I UKRAINE

Forskelle i drivkræfter bag høj inflation i USA og euroområdet

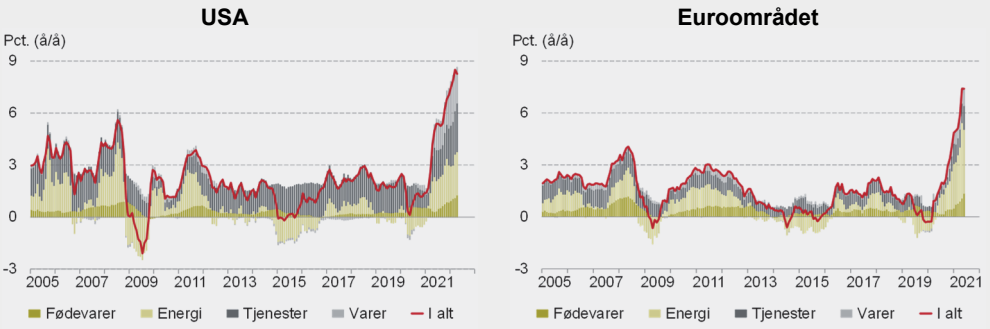
Inflationen i USA og euroområdet er tiltaget siden 2021, jf. figur II.9. I euroområdet var inflationen i april 2022 uændret fra marts på 7,5 pct., mens der i USA var et lille fald i forhold til marts med en inflation på 8,2 pct.[2] For USA er de seneste måneders inflation den højeste observeret siden 1980'erne, mens det for euroområdet er den højeste siden statistikkens begyndelse i 1990'erne. Der er dog væsentlige forskelle i, hvad der driver inflationen i de to områder. I euroområdet er det især prisstigninger på energi og til en vis grad fødevarer, der har løftet inflationen,

2) Den samlede inflation for euroområdet dækker over betydelige forskelle internt mellem landene. I april 2022 havde Estland den højeste inflation på 19,1 pct., mens Frankrig og Malta havde den laveste inflation på 5,4 pct.

mens energi, tjenester og varer bidrager omtrent ligeligt til inflationen i USA. Forskellen i drivkræfterne bag inflationen afspejler, at kerneinflationen, dvs. inflationen eksklusiv energi og fødevarer, er steget mere i USA end i euroområdet. I april 2022 var kerneinflationen 6,1 pct. i USA, men 3,5 pct. i euroområdet. Kerneinflationen er et mere præcist mål for, om der er generelle prisstigninger i økonomien, da der ses bort fra varer, der historisk har været præget af store midlertidige udsving, jf. boksen nedenfor. Den højere kerneinflation i USA indikerer, at det underliggende prispres i amerikansk økonomi er større end i euroområdet.

FIGUR II.9 INFLATION

Inflationen steg betragteligt i 2021 i USA og euroområdet og er yderligere taget til i 2022.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvæksten i det amerikanske forbrugerprisindeks, mens figuren til højre viser årsvæksten i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Macrobond og Eurostat.

Tre primære årsager til prisstigninger: Pandemi, kapacitetspres og krig

Der er tre primære årsager til det seneste års stigning i inflationen: Covid-19-pandemien, et tiltagende pres på arbejdsmarkedet og i de seneste måneder også krigen i Ukraine. Covid-19-pandemien har skabt forstyrrelser på både udbuds- og efterspørgselssiden af økonomien, hvor målrettede restriktioner mod serviceerhvervene har bidraget til at forskyde efterspørgslen over mod varer, mens udbuddet samtidig er blevet begrænset af nedlukninger af fabrikker og havne. På samme tid har en kraftig finans- og pengepolitisk stimulans understøttet efterspørgslen. Misforholdet mellem udbud og efterspørgsel har resulteret i flaskehalse i de globale forsyningskæder og har medført prisstigninger på især varer og transport. En analyse af IMF viser, at efterspørgsels- og udbudsstødene under pandemien hver især kan forklare om-

trent halvdelen af stigningen i producentprisindekset for industrien i løbet af 2021, jf. Celasun mfl. (2022). For USA viser et amerikansk studie, at den finanspolitiske stimulans kan forklare op imod 3 pct.point af den samlede kerneinflation i USA på godt 4½ pct. i fjerde kvartal 2021, jf. Jordá mfl. (2022).[3] De globale forsyningskæder udfordres fortsat af den kinesiske nultolerance overfor smitteudbrud, som i den første del af 2022 har indebåret nedlukninger af centrale containerhavne.

INFLATION OG KERNEINFLATION

Inflationen angiver den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset. Forbrugerprisindekset er prisen på den gennemsnitlige husholdnings forbrugskurv.

Råvarer som energi og fødevarer kan være præget af store midlertidige prisudsving, hvilket gør inflationen mindre anvendelig til at vurdere den langsigtede inflationsudvikling. Som et alternativ til inflationen beregnes derfor også kerneinflationen, som angiver den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset fratrukket prisstigninger på energi og fødevarer.

Kun hvis prisstigninger på energi og fødevarer breder sig til andre varer og tjenester, vil dette sætte sig i kerneinflationen. Kerneinflationen udvikler sig dermed mere stabilt end inflationen og er derfor et mere præcist mål for det underliggende prispres i økonomien.

Se desuden en mere uddybende beskrivelse af forskellige opgørelser af prisudviklingen i afsnit II.3.

Højere kapacitetspres i USA sætter sig i kerneinflationen

I takt med genopretningen af landenes økonomier i løbet af 2021 er kapacitetspresset steget, og arbejdsmarkederne er strammet til. Fremgangen har været større i USA end i euroområdet, hvilket afspejles i, at amerikansk BNP i fjerde kvartal 2021 nåede godt 3 pct. over niveauet før pandemien, mens BNP i euroområdet kun var omtrent tilbage på niveauet før pandemien. Samtidig indikerer et højt antal ledige stillinger pr. ledig et betydeligt pres på det amerikanske arbejdsmarked, jf. Domash og Summers (2022). Det højere kapacitetspres i USA giver anledning til et større løn- og prispres og har derigennem bidraget til at trække kerneinflationen op relativt til euroområdet.

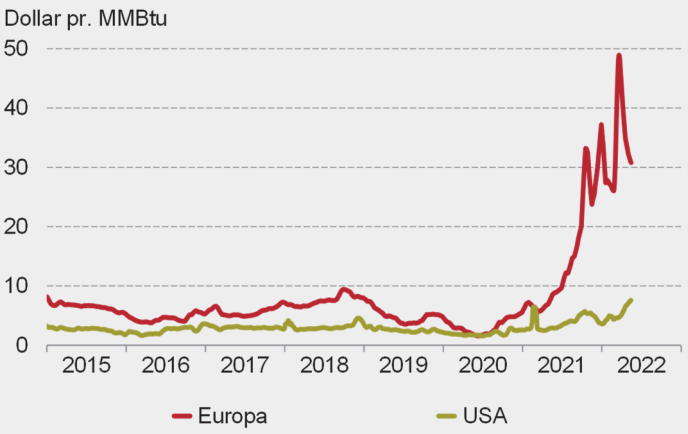
3) Dette estimat er højere end andre lignende studier, hvilket formentligt skyldes, at studiet tager udgangspunkt i den reale disponible indkomst som mål for efterspørgselssiden af økonomien. Et andet mål for efterspørgselssiden er eksempelvis ledighedsgap, som i højere grad påvirkes af nedlukninger og eventuelle lønkompensationsordninger.

Krigen forstærker inflationære tendenser, især i Europa

Krigen i Ukraine og de efterfølgende sanktioner mod Rusland har lagt et yderligere opadgående pres på priserne på energi og en række andre råvarer. Prisstigningerne på naturgas rammer hovedsageligt Europa, da der ikke eksisterer et fælles globalt marked for naturgas. I USA holdes prisen på naturgas nede, da landet selv har et stort udbud, mens Europa omvendt er afhængig af import af naturgas, blandt andet via rørledninger fra Rusland.[4] Prisen på naturgas i USA har af denne grund ikke været nævneværdigt påvirket af de geopolitiske uroligheder i Europa, mens der omvendt er sket en markant stigning i den europæiske pris, jf. figur II.10. For andre råvarer såsom olie er der i højere grad tale om en global markedspris, hvorfor prisstigningerne her i udgangspunktet rammer USA og Europa ens.

FIGUR II.10 PRISEN PÅ NATURGAS

Prisen på naturgas er steget markant i Europa i takt med, at de geopolitiske uroligheder er taget til.



Anm.: Figuren viser spotprisen på naturgas i USA (US Henry Hub Louisiana) og Europa (det hollandske TTF-indeks) omregnet til amerikanske dollar og samme energienhed. Begge serier er opgjort som 2-ugers glidende gennemsnit. Stigningen i prisen på amerikansk gas i februar 2021 skyldes en kraftig snestorm i Texas. Seneste observation er 15. maj 2022 for Europa og 14. maj 2022 for USA.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

4) Et alternativ til at transportere gassen via rørledninger er at omdanne naturgassen til flydende form (såkaldt LNG eller *liquified natural gas*). Dette er dog betydeligt mere omkostningsfuldt og anvendes derfor ikke i lige så stort omfang.

LANGSIGTEDE INFLATIONSFORVENTNINGER FORTSAT FORANKREDE

Høj inflation kan påvirke inflationsforventningerne

Den høje inflation kan risikere at medføre stigende inflationsforventninger. Såfremt stigende inflationsforventninger fører til højere lønkrav, kan det igangsætte en lønprisspiral, hvor de højere løn- og prisstigninger bliver selvforstærkende. Udviklingen i inflationsforventningerne er, udover den faktiske udvikling i kerneinflation og lønudviklingen, derfor også en vigtig indikator, når centralbankerne skal træffe beslutninger om pengepolitikken.

Fortsat stabile inflationsforventninger på lang sigt i USA …

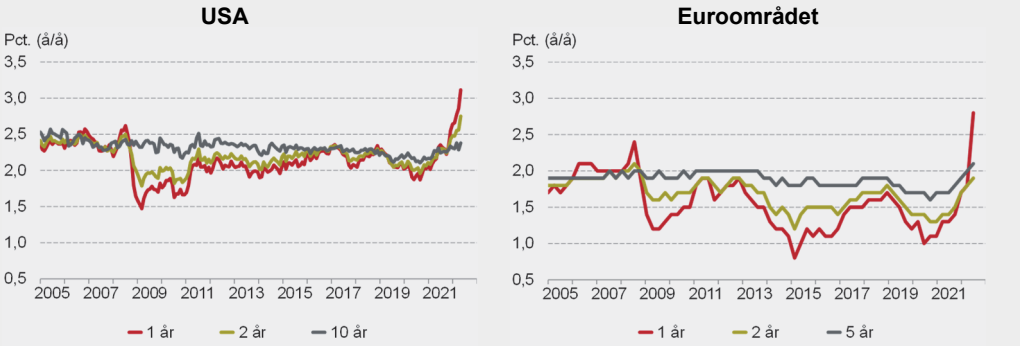
Inflationsforventningerne kan blandt andet opgøres med udgangspunkt i spørgeskemaundersøgelser blandt økonomer eller aktører på de finansielle markeder. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for USA viser, at de kortsigtede og i lidt mindre grad også de mellemfristede forventninger til inflationen i USA er steget (forventningerne til inflationen et henholdsvis to år frem i tid), jf. figur II.11. Dette afspejler, at de kortsigtede inflationsforventninger i sagens natur påvirkes af udviklingen i den faktiske inflation. Der er til gengæld endnu kun svage tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger (for USA opgjort ti år frem i tid) er forøgede. Samlet set er dette et udryk for, at de økonomiske aktører forventer, at inflationen vil være højere end normalt de førstkommende år og derefter vil falde tilbage til et mere normalt niveau omkring det historiske gennemsnit. Dette indikerer, at inflationsforventningerne fortsat er forankrede på lang sigt i USA.

… og i euroområdet

Også for euroområdet er der tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger fortsat er forankrede, jf. figur II.11. Den spørgeskemabaserede opgørelse viser, at de langsigtede inflationsforventninger (for euroområdet opgjort fem år frem i tid) er steget fra et lavt niveau til ca. 2 pct., hvilket svarer til den europæiske centralbanks (ECB's) nye, symmetriske inflationsmål. De fortsat forankrede langsigtede inflationsforventninger kan afspejle, at inflationen i euroområdet indtil nu primært har været drevet af energiprisstigninger og kun i mindre grad af en stigning i kerneinflationen.

FIGUR II.11 INFLATIONSFORVENTNINGER

Inflationsforventningerne er steget mere på kort sigt end på længere sigt i både USA og euroområdet. På kort sigt er inflationsforventningerne i høj grad drevet af stigningen i den faktiske inflation.



Anm.: De spørgeskemabaserede inflationsforventninger er for USA baseret på Federal Reserve Bank of Philadelphias undersøgelse Aruoba Term Structure of Inflation Expectations og for euroområdet på ECB's Survey of Professional Forecasters. "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem i tid osv. De to undersøgelser anvender forskellige mål for de langsigtede inflationsforventninger. For USA anvendes forventningerne ti år frem i tid, mens der for euroområdet anvendes fem år frem i tid. Seneste observation er april 2022 for USA og 2. kvartal 2022 for euroområdet.

Kilde: Macrobond.

BETYDELIGE RENTESTIGNINGER DE SENESTE MÅNEDER

Pengepolitiske stramninger i USA

Den amerikanske centralbank (Fed) hævede i marts for første gang siden 2011 den toneangivende rente med 25 basispunkter, og i maj blev den yderligere hævet med 50 basispunkter, jf. figur II.12. Det var første gang siden maj 2000, at centralbanken hævede renten med mere end 25 basispunkter på én gang. På linje med markedsforventningerne signallerede centralbankchef Jerome Powell yderligere rentestigninger ved de kommende møder. Consensus-forventningerne fra maj tilsiger, at Fed ved udgangen af i år vil have hævet renten til ca. 2½ pct. Markederne forventer ligeledes rentestigninger over det kommende år. I midten af maj var markedsforventningen, at Fed hæver renten yderligere 2 pct.point i løbet af det næste år, så den rammer ca. 3 pct.

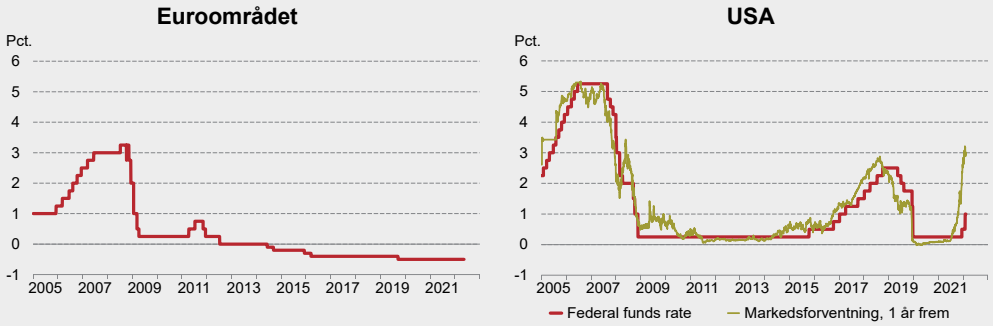
Renteforhøjelser vil gradvist dæmpe aktiviteten

Renteforhøjelserne fra Fed skal ses med baggrund i den høje og stigende inflation samtidig med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Den pengepolitiske rente er fortsat relativt lav, konjunktursituationen

taget i betragtning, men der er begyndende tegn på, at finansieringsvilkårene ikke længere virker ekspansivt på den økonomiske aktivitet, jf. boks II.3. Renteforhøjelserne ventes således at dæmpe såvel forbrug som investeringer den kommende tid.

FIGUR II.12 PENGEPOLITISKE RENTER

Fed hævede i marts henholdsvis maj den ledende rente. Markedsforventningerne medio maj 2022 peger i retning af yderligere rentestigninger på 2 pct.point i løbet af det næste år, så den ledende rente om et år vil være 3 pct. i USA.



Anm.: Markedsforventningen til Fed's rente er en 30-dages fed funds future 12 måneder frem. Seneste observation er 16. maj 2022.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Udsigt til pengepolitiske stramninger i euroområdet

ECB har indtil videre fastholdt udlånsrenten på -0,5 pct., jf. figur II.12. Der er dog sket en vis pengepolitisk stramning, idet ECB på rentemødet i marts meddelte, at nettoopkøbene under APP (program til opkøb af aktiver) ville aftrappes fra 40 mia. euro i april til 30 mia. i maj og 20 mia. i juni. Denne beslutning blev bekræftet på mødet i april. Centralbanken forventer, at opkøbene afsluttes i tredje kvartal og har signaleret, at den første rentestigning kan komme allerede i juli. Markedet forventer en rentestigning i juli, og at ECB samlet hæver renten knap 100 basispunkter i år og yderligere godt 75 næste år.

Stigninger i statsobligationsrenterne

Kombinationen af gunstig konjunktursituation, høj inflation og udsigt til pengepolitiske stramninger øgede allerede i begyndelsen af året de lange renter, så eksempelvis den tiårige tyske statsobligationsrente blev positiv for første gang siden 2019, jf. figur II.13. Siden er stigningerne i de lange renter fortsat. I maj nåede den amerikanske statsobligationsrente op på 3 pct., mens både den danske og den tyske oversteg 1 pct. Udviklingen i de lange renter kan deles op i forventninger til

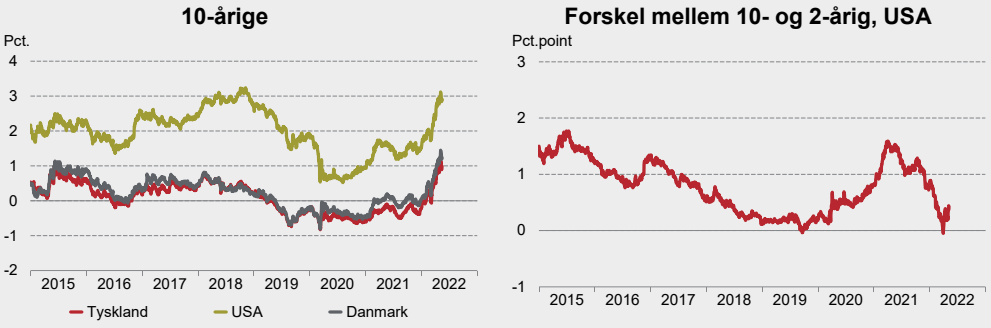
de korte renter henholdsvis en løbetidspræmie, der afspejler den kompensation for risiko, en investor kræver for at holde en obligation med en lang løbetid fremfor med kort løbetid. En analyse fra Nationalbanken har vist, at de stigende renter fra efteråret 2021 til foråret 2022 hovedsageligt skyldes en forventning om højere korte renter, jf. Danmarks Nationalbank (2022e).

Kortvarig invertering af rentekurven i USA

De lange statsobligationsrenter i euroområdet og USA er steget i omtrent samme omfang siden årsskiftet. De korte renter er imidlertid steget betydeligt mere i USA end i euroområdet. Det afspejler markedernes forventning om hurtigere og kraftigere pengepolitisk stramning i USA end euroområdet. De korte renter i USA er steget så kraftigt, at renten på en toårig statsobligation i april kortvarigt var højere end renten på en tiårig, jf. figur II.13. Det kaldes også en invertering af rentekurven og har historisk været tegn på en forestående recession, jf. Danmarks Nationalbank (2019b).

FIGUR II.13 STATSOBLIGATIONSRENTER

De tiårige statsobligationsrenter er steget markant i første del af 2022. I USA er de korte renter steget mere end de lange, og i april var den toårige statsobligationsrente kortvarigt over den tiårige.



Anm.: Højre figur viser renten på en tiårig statsobligation i forhold til renten på en toårig statsobligation i USA. Når forskellen er negativ (dvs. renten på den toårige er højere end på den tiårige) kaldes det, at rentekurven er inverteret. Seneste observation er 16. maj 2022.
Kilde: Macrobond.

BOKS II.3 HVORNÅR DÆMPER PENGEPOLITIKKEN VÆKSTEN?

Der er aktuelt udsigt til pengepolitiske stramninger i form af stigende pengepolitiske renter i både USA og euroområdet. Det er imidlertid ikke det samme som, at pengepolitikken vil dæmpe den økonomiske vækst. For det første påvirkes den økonomiske vækst af den forventede *real*rente snarere end af den nominelle rente. Det indebærer, at de nominelle renter skal stige mere end den forventede inflation, hvis pengepolitikken skal virke dæmpende på aktiviteten. Pengepolitikken kan påvirke realrenten gennem to kanaler; den nominelle rente og inflationsforventningerne. For det andet skal realrenten være højere end den såkaldte *naturlige realrente* for at bidrage til, at økonomien vokser langsommere end potentialet, hvorved output gap lukkes.

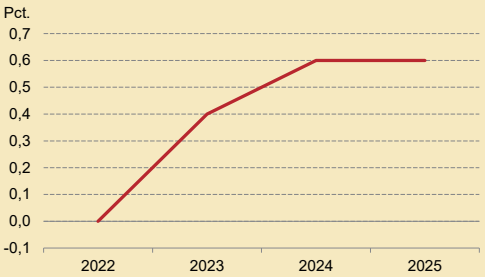
Den naturlige realrente er et mål for den rente, der skal til for at skabe ligevægt mellem udbud og efterspørgsel, hvis priserne havde været fuldt fleksible. Sagt på en anden måde er det den rente, der er i overensstemmelse med fuld udnyttelse af økonomiens ressourcer (dvs. hvor den faktiske produktion er lig den potentielle), og hvor inflationen er konstant. Hvis den faktiske realrente er lig med den naturlige, vil pengepolitikken hverken stimulere eller dæmpe økonomien. Økonomien stimuleres, når den faktiske realrente er under den naturlige og omvendt.

Den naturlige realrente kan ikke observeres og må i stedet estimeres. De fleste beregninger af denne karakter tyder på, at det naturlige realrenteniveau er faldet for de fleste lande de seneste årtier, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Beregninger foretaget af Fed tyder på, at den naturlige realrente i USA aktuelt ligger på et lavt niveau omkring 0, men den forventes at stige til godt ½ pct. i 2025, jf. figur A. Der skal dermed blot en positiv realrente til for at den økonomiske aktivitet dæmpes.

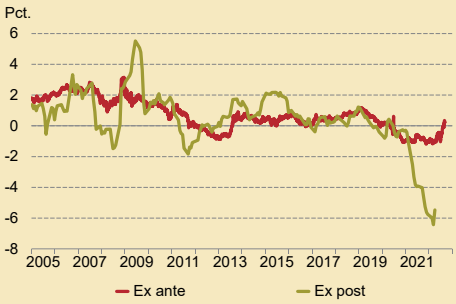
Realrenten bør beregnes på baggrund af den forventede inflation. Udfordringen er, at denne heller ikke observeres direkte, og at den kan variere på tværs af aktører, jf. også diskussionen i afsnit II.3. Det giver en vis usikkerhed i beregningen af realrenterne. Det aktuelt høje inflationsniveau betyder, at den nominelle rente i USA korrigeret for den faktiske inflation er negativ, mens den er svagt positiv, hvis man anvender forventet inflation, jf. figur B. Det tyder på, at finansieringsvilkårene ikke længere virker ekspansivt på den økonomiske aktivitet. Beregningen er imidlertid forbundet med usikkerhed og afhænger af det valgte mål for inflationsforventningerne.

BOKS II.3 HVORNÅR DÆMPER PENGEPOLITIKKEN VÆKSTEN?, FORTSAT

FIGUR A NATURLIG REALRENTE



FIGUR B REALRENTE



Anm.: Den naturlige realrente i figur A er estimeret af Federal Reserve Bank of New York med en DSGE-model. Seneste estimat (vist i figuren) er foretaget i marts 2022. Figur B viser ex post henholdsvis ex ante realrenter beregnet på baggrund af en tiårig amerikanske statsobligationsrente korrigeret for henholdsvis faktisk inflation (forbrugerprisindekset) og forventet inflation (tiårs break-even inflationsrate). Seneste observation er april 2022 for ex post og 16. maj 2022 for ex ante.

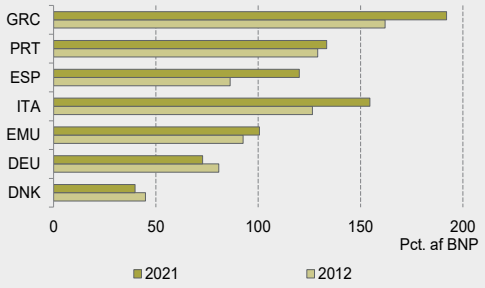
Kilde: Macrobond.

Stigende renter øger pres på lande med høj gæld

De stigende statsobligationsrenter øger omkostningerne ved at servicere offentlig gæld. Det kan særligt blive problematisk i lande med et højt gældsniveau. I en række sydeuropæiske lande er gælden som andel af BNP væsentligt højere end i 2012, hvor den europæiske statsgældskrise var på sit højeste, jf. figur II.14. Renterne på sydeuropæiske statsobligationer er dog fortsat lave, og selvom spændet til den tyske rente er steget, er rentespændene meget langt fra niveauerne i 2012, jf. figur II.15. Det tyder på, at markederne indtil videre ikke i udpræget grad frygter, at landene ikke kan servicere deres gæld. Det kan hænge sammen med, at ECB har signalleret opmærksomhed på at sikre, at den førte pengepolitik når alle områder af euroområdet, selv når opkøbsprogrammerne aftrappes. Det indebærer opmærksomhed på de lande, hvor der er særligt stor risiko for stigende rentespænd.

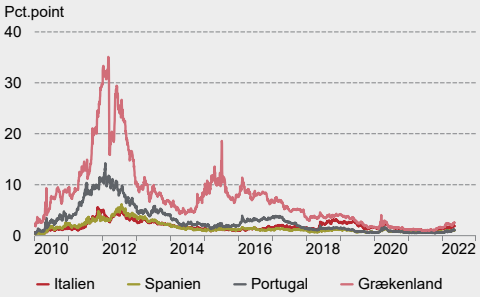
FIGUR II.14 ØMU-GÆLD

Gældens andel af BNP er aktuelt højere i en række lande, end da den europæiske statsgældskrise var på sit højeste.



FIGUR II.15 RENTESPÆND

Rentespændene til Tyskland er steget for de sydeuropæiske lande, men er fortsat lave.



Anm.: Rentespændene viser forskellen mellem renten på en tiårig statsobligationsrente i det pågældende land og renten på en tiårig tysk statsobligation. Seneste observation er 16. maj 2022.
Kilde: OECD, *Economic Outlook 110* og Macrobond.

FORVENTNING OM AFDÆMPET VÆKST I DE PRIMÆRE AFTAGERLANDE

Skøn for udlandet bygger på IMF's seneste prognose

Udlandsforudsætningerne i nærværende prognose bygger på hovedscenariet i den seneste vurdering fra IMF i april 2022. Hovedscenariet i IMF's prognose indebærer en forudsætning om, at de nuværende sanktioner mod Rusland opretholdes i 2022-23, men ikke strammes yderligere, og at konflikten ikke spredes til andre lande, jf. boksen nedenfor. Den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks primære aftagerlande skønnes på denne baggrund at blive ca. 3¼ pct. i 2022 og ca. 2½ pct. i 2023, jf. også boks II.4.[5] Såfremt eksempelvis olie- eller gasforsyningerne fra Rusland afbrydes i betydeligt omgang i forhold til situationen medio maj 2022, vil de internationale udsigter dermed være forværrede i forhold til, hvad der er lagt til grund i nærværende prognose. Risikoen for et mere negativt forløb er blandt andet illustreret i et risikoscenarie fra IMF.

5) Danmarks primære aftagerlande omfatter følgende ni lande: Tyskland, USA, Sverige, Norge, Storbritannien, Kina, Holland, Frankrig og Polen.

FORUDSÆTNINGER I IMF'S SCENARIER FRA APRIL

I *hovedscenariet* fra IMF's seneste prognose lægges det til grund, at konflikten ikke spreder sig til andre lande end Ukraine. Det antages, at sanktionerne mod Rusland (herunder de europæiske landes beslutning om at blive uafhængige af russisk energi) ikke strammes yderligere, end hvad der var tilfældet ved udgangen af marts 2022. De eksisterende sanktioner mod Rusland forventes dog at blive fastholdt over hele prognoseperioden 2022-23.

I *risikoscenariet* lægges det til grund, at sanktionerne mod Rusland udvides i midten af 2022. Dette indebærer yderligere embargoer mod russisk gas og olie samt, at Rusland afskæres fra en stor del af de globale finansielle systemer og handelssystemer. De afledte effekter på økonomien går igennem højere råvarepriser, større forsyningskædeforstyrrelser og strammere finansielle vilkår end i hovedscenariet. Den højere inflation medfører en stigning i inflationsforventningerne, som fører til en større stramning af pengepolitikken.

Vækst i 2022 nedjusteret ca. 1¼ pct.point siden efteråret

Sammenlignet med den seneste prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2021* er den sammenvejede udlandsvækst for 2022 nedjusteret med ca. 1¼ pct.point. Nedjusteringen er bredt funderet på tværs af aftagerlandene, men årsagerne varierer, især mellem de europæiske og øvrige aftagerlande. Krigen i Ukraine påvirker primært vækstudsigterne for de europæiske lande, hvilket afspejler den større eksponering i disse lande overfor de russiske og ukrainske økonomier. Krigen har i disse lande direkte økonomiske konsekvenser gennem forstyrrelserne af energiforsyningen og forsyningskæderne. Indenfor Europa er visse lande desuden mere udsatte end andre. Dette gælder eksempelvis Tyskland, som i højere grad er afhængig af import af russisk gas, mens eksempelvis Norge er nettoeksportør af olie og gas og derfor isoleret set vil opleve en positiv effekt fra de højere energipriser. USA påvirkes primært indirekte af krigen gennem højere globale råvarepriser og lavere vækst i samhandelslandene. Nedjusteringen af væksten for USA afspejler i stedet primært den hurtigere stramning af pengepolitikken end tidligere ventet. I Kina er de dæmpede vækstudsigter i høj grad en konsekvens af fortsatte nedlukninger som følge af nultolerancepolitikken overfor covid-19-smittetilfælde.

BOKS II.4 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN

Prognosen for international økonomi i 2022 og 2023 tager udgangspunkt i hovedscenariet i den seneste prognose fra IMF i april 2022, jf. tabel A. Frem mod 2025 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på 105 dollar pr. tønde i 2022 og 95 dollar pr. tønde i 2023. Skønnet er baseret på udviklingen i futures, jf. også afsnit II.3. Efter 2023 tilpasses olieprisen lineært frem mod det reale niveau i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra ECB. ECB forudsættes at hæve renten i alt 0,75 pct.point i år, så den ledende rente er 0,25 pct. ved årets udgang. I 2023 forudsættes yderligere rentestigninger på 0,5 pct.point. Renterne på danske og tyske tiårige statsobligationer er steget betydeligt siden efteråret og er derfor opjusteret de førstkommende år i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Renterne skønnes at stige meget i år og næste år, hvorefter der forudsættes et svagt fald frem mod niveauet i 2030. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2030 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

TABEL A UDLANDSVÆKST OG RENTEPROGNOSE

	2021	2022	2023	2030[a)]
Vækstskøn		Pct.		
Tyskland	2,9	2,1	2,7	-
USA	5,7	3,7	2,3	-
Sverige	4,6	2,9	2,7	-
Norge	4,2	4,0	2,6	-
Realvækst i aftagerlande	5,2	3,2	2,6	1,7
		Dollar pr. tønde		
Oliepris	71	105	95	102
Renteskøn		Pct.		
ECB's udlånsrente	-0,5	-0,3	0,4	0,5
Dansk tiårig statsobligation	0,0	1,1	1,5	1,1
Tysk tiårig statsobligation	-0,3	0,8	1,2	1,0
Dansk 30-årig realkreditrente	1,3	2,6	3,1	2,9

a) 2030-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2023 til 2030 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2030.

Anm.: Tabellen viser årsgennemsnittet for renterne.

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

RISIKOFAKTORER FOR INTERNATIONAL ØKONOMI

Stor usikkerhed knyttet til de økonomiske udsigter

Den internationale økonomiske situation er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød, og der er betydelig risiko for, at der vil opstå flere den kommende tid. Det kan eksempelvis ske som følge af fornyede forsyningskædeproblemer, reduceret fødevaretilgængelighed eller hel eller delvis afbrydelse af energiforsyningen. Negative udbudsstød til økonomierne kan risikere at resultere i en længere periode med lav vækst og høj inflation. Hertil kommer, at der er betydelig risiko for, at de forventede rentestigninger i USA såvel som euroområdet kan udløse en recession, der spreder sig i verdensøkonomien. Risikofaktorerne diskuteres nærmere nedenfor.

Risiko for afbrydelse af russisk gas, …

Forløbet for krigen såvel som sanktionerne er forbundet med betydelig usikkerhed, og aktuelt er der ikke udsigt til en fredelig løsning på konflikten. Sanktionerne rettet mod Rusland er ad flere omgange blevet skærpet, og senest har EU-Kommissionen foreslået at udfase russisk råolie inden for seks måneder og andre olieprodukter inden årets udgang. EU-landene var medio maj 2022 dog endnu ikke nået til enighed om sanktionspakken. Det har ligeledes været på tale at sanktionere importen af russisk gas fra europæisk side. De russiske myndigheder har tilsvarende fremsat trusler om at lukke for gasforsyningen til Europa. I slutningen af april afbrød Rusland gasleverancerne til Polen og Bulgarien, da landene ikke ville betale for gassen i russiske rubler, og i maj blev også forsyningerne til resten af Europa via Polen lukket.[6] Der vurderes på den baggrund at være en betydelig risiko for et nyt negativt stød til energiforsyningen i Europa i 2022-23.

… hvilket vil begrænse produktionen

Et stop for russisk gas til Europa vil hæmme væksten, eftersom det ikke er muligt at substituere fuldstændigt væk fra russisk gas på kort sigt. I tilfælde af en afbrydelse af den russiske gasforsyning til Europa er der solidaritet mellem medlemslandene, hvor gasforsyningen først og fremmest prioriteres til beskyttede kunder (husholdninger, sundhedsvæsen mv.). Beskyttelsen af visse kunder på europæisk plan indebærer, at en betydelig del af de produktionsvirksomheder, der er afhængige af gas, risikerer at få begrænset deres forsyning væsentligt. Flere studier har søgt at kvantificere effekterne af en afbrydelse af russisk gasforsyning til Europa. De estimerede økonomiske effekter varierer noget, men er generelt mindre end BNP-faldet i 2020 forårsaget

6) Rørledningen gennem Polen (den såkaldte Yamal-linje) har kun i begrænset omfang været anvendt til at transportere gas fra Rusland til Europa i 2022. Hovedparten af gassen fra Rusland til Europa kommer via Nord Stream, jf. Zachmann mfl. (2022).

af covid-19-pandemien, jf. boks II.5. Resultaterne er imidlertid forbundet med usikkerhed, og de økonomiske effekter kan meget vel vise sig at blive af betydelig størrelse på kort sigt.

BOKS II.5 ØKONOMISKE EFFEKTER AF AFBRYDELSE AF RUSSISK GAS

En række studier har undersøgt effekterne af en afbrydelse af gasforsyningen mellem Rusland og Europa. Denne boks præsenterer udvalgte studier.

Bachmann mfl. (2022) har undersøgt de økonomiske effekter for Tyskland af at blive afskåret fra import af gas fra Rusland. I scenariet antages, at gasforsyningen reduceres med 30 pct., svarende til 8 pct. af Tysklands samlede energiforbrug. Baseret på en multisektormodel udviklet af Baqaee og Farhi og en antagelse om lave substiutionselasticiteter på kort sigt, estimeres et begrænset BNP-fald på ca. ¼ pct. Den begrænsede økonomiske effekt skyldes, at energiimportandelen i tysk produktion er relativt lav i udgangspunktet, og at der sker en vis substituering. I modellen er gas ikke et separat produktionsinput, men indgår i en bredere produktkategori, som omfatter flere energikilder. Det tenderer til at overvurdere substitutionsmulighederne væk fra gas, hvilket vil undervurdere effekterne af en afbrydelse af gassen. Hertil kommer, at der ikke tages højde for eventuelle prisstigninger på alternative energikilder som følge af, at andre lande også substituerer væk fra gas, ligesom det antages, at den økonomiske politik kan stabilisere effekterne fra stødet uden yderligere efterspørgselseffekter. Forfatterne anvender en mere simpel model for at kunne modellere gas som et separat input og estimerer her et fald i BNP på 2¼ pct.

Chepeliev mfl. (2022) analyserer indenfor rammerne af en CGE-model effekterne af, at de fleste OECD-lande pålægger betydelige sanktioner på russisk gas. Der modelleres tre forskellige scenarier med en reduktion i importen af russisk gas på mellem 80 og 99 pct. De kortsigtede effekter tilsiger et fald i husholdningernes reale indkomst på 0,7-1,7 pct. i Europa, hvor effekterne (fraset Rusland) er størst. På længere sigt er effekterne mindre. I 2030 vurderes den akkumulerede effekt på realindkomsten at være knap ½ pct., svarende til et fald i den årlige vækstrate på 0,04 pct.

ECB (2022a) har udarbejdet scenarier, der viser, at væksten i euroområdet kan blive op mod 1½ pct.point lavere i år, hvis der sker en fuld og længerevarende afbrydelse af russisk gas til Europa. ECB præsenterer to risikoscenarier, der adskiller sig fra hinanden ved, at gaspriserne i det hårdeste scenarie antages at reagere dobbelt så meget på en afbrydelse af russisk gasforsyning. I scenarierne reduceres BNP-væksten 1¼-1½ pct.point i forhold til hovedscenariet.

I den seneste prognose fra IMF (2022) er vist et risikoscenarie, der bygger på, at sanktionerne mod Rusland udvides i midten af 2022, hvilket blandt andet indebærer yderligere embargoer mod russisk gas og olie. I scenariet reduceres BNP i EU med 3 pct. i 2024 i forhold til hovedsceneriet. I 2027 er reduktionen i forhold til hovedscenariet mindre på ca. 1½ pct.

BOKS II.5 ØKONOMISKE EFFEKTER AF AFBRYDELSE AF RUSSISK GAS, FORTSAT

EU-Kommissionen (2022) har ligeledes udarbejdet et risikoscenarie, hvor det forudsættes, at Europa stopper med at importere russisk naturgas i andet kvartal 2022 kombineret med en olieprisstigning på 25 pct. i forhold til hovedscenariet, en højere risikopræmie, en lavere forbrugertillid og et fald i udlandsvæksten på 1 pct.point. Med disse forudsætninger forventes euroområdets BNP at blive ca. 2½ pct. lavere i 2022 og ca. 1 pct.point lavere i 2023 sammenlignet med hovedscenariet, mens inflationen forventes at blive ca. 3 pct.point højere i 2022 og godt 1 pct.point højere i 2023.

Carvalho mfl. (2021) analyserer en anden type afbrydelse af energiforsyningen i form af jordskælvet i Japan i 2011. Jordskælvet og den efterfølgende tsunami forårsagede en atomkatastrofe og satte atomkraftværket i Fukushima ud af drift. I tillæg til de umiddelbare konsekvenser findes det i studiet, at virksomheder med leverandører, der blev *direkte* ramt af jordskælvet, oplevede betydelige fald i deres salgsvækst relativt til andre virksomheder i året efter jordskælvet. Det samme var tilfældet for virksomheder, der leverede til virksomheder, som blev direkte ramt. Dermed blev de økonomiske konsekvenser spredt fra de områder, der umiddelbart blev berørt af jordskælvet, til andre dele af Japan. Studiet finder, at BNP-væksten i Japan blev reduceret med ca. ½ pct.point som følge af jordskælvet, når der tages højde for forsyningskæderne mellem virksomhederne. Til sammenligning opgøres det rent mekaniske fald i BNP-væksten, hvor der ses bort fra effekten via forsyningskæderne, kun til 0,1 pct.point.

Krigen risikerer at begrænse fødevareproduktion

En anden måde, hvorpå krigen kan forårsage et nyt, negativt stød til verdensøkonomien, er gennem fødevareproduktionen. Ukraine og Rusland spiller en væsentlig rolle på de globale fødevaremarkeder, og der er en risiko for, at krigen vil ramme de kommende års høst og fødevareproduktion i de to lande. Højere fødevarepriser bidrager til at øge inflationen og forstærker dermed de aktuelle udfordringer. Højere fødevarepriser rammer herudover særligt en række af verdens fattigste lande og risikerer at skubbe til social uro og føre til store migrantstrømme.

Genopblussen af pandemien kan presse forsyningskæder, …

I tillæg til krigen i Ukraine risikerer covid-19-pandemien også at forårsage nye negative stød til verdensøkonomien. De realøkonomiske effekter af pandemien er mindsket betragteligt henover det seneste halve år, men pandemien spiller fortsat en betydelig rolle i en række af verdens lande. Særligt i lande med en lav grad af vaccinedækning er der fortsat en risiko for, at nye, mere ugunstige virusvarianter kan opstå, som kan sprede sig til andre lande. Dette vil indebære en risiko for, at der iværksættes nye begrænsninger af den økonomiske aktivitet, som vil forlænge de forstyrrelser af udbuddet og efterspørgselsmønstrene, pandemien allerede har ført med sig. En sådan situation vil forstærke det allerede eksisterende inflationspres.

… og kinesisk nultolerancepolitik forstærker udfordringerne

Risikoen for nye nedlukninger af den økonomiske aktivitet er særligt stor i Kina, som fortsat har nultolerance overfor smitteudbrud, og hvor aktiviteten derfor begrænses betydeligt, når der opstår smitte. Den kinesiske tilgang indebar eksempelvis en nedlukning af havnebyen Shenzhen i midten af marts og en stor nedlukning i Shanghai fra slutningen af marts til midten af maj. De kinesiske nedlukninger dæmper aktiviteten i Kina og dermed efterspørgslen på verdensmarkedet, men det øger også udfordringerne i forsyningskæderne og med leverancer af vigtige input i produktionen i resten af verden. Fortsatte eller nye nedlukninger af kinesiske fabrikker og havne vil bidrage til at fastholde begrænsningerne på udbudssiden af økonomien og risikerer dermed at bidrage yderligere til inflationspresset.

Udbudsstød kan føre til længere periode med høj inflation og lav vækst

Samlet er der væsentlig risiko for, at verdensøkonomien rammes af flere negative stød til økonomiens produktionsside den kommende tid. Det trækker i sig selv i retning af en længere periode med højere prisstigninger og lavere vækst. Hertil kommer, at en længere periode med inflation væsentligt over centralbankernes målsætninger risikerer at øge inflationsforventningerne, så de afviger betydeligt fra målsætningerne. Dette risikerer at sætte centralbankernes troværdighed på prøve. Højere inflationsforventninger forstærker udfordringerne fra i forvejen høje prisstigninger, idet det kan give anledning til en lønprisspiral, hvor højere lønkrav alt andet lige øger virksomhedernes omkostninger pr. produceret enhed, hvilket øger virksomhedernes tilbøjelighed til at øge salgspriserne. Højere inflationsforventninger øger dermed risikoen for en længere periode med høj inflation og lav vækst. Det er en situation, der giver minder om 1970'ernes stagflation, men der er fortsat væsentlige forskelle mellem den økonomiske situation nu og i 1970'erne, jf. boks II.6.

Rentestigninger kan give hård landing

Inflationen er aktuelt meget høj i de fleste vestlige lande. Samtidig har de pengepolitiske renter gennem længere tid været meget lave og virket stimulerende for aktiviteten. Flere centralbanker, herunder i USA, er på den baggrund begyndt at stramme pengepolitikken med det formål at dæmpe efterspørgslen for at bringe såvel inflation som kapacitetspres ned. De historiske erfaringer viser imidlertid, at det kan være vanskeligt at opnå en såkaldt blød landing, hvor en stramning af pengepolitikken ikke bringer aktiviteten ned under strukturelt niveau. Der er en betydelig risiko for, at de kraftige rentestigninger i stedet udløser en hård landing med risiko for recession. Risikoen er særligt stor i USA, hvor kapacitetspresset er højt, og der er udsigt til betydelige rentestigninger i løbet af kort tid. Markant lavere vækst i USA vil brede sig til resten af verden, hvor der i forvejen er en række nedadrettede risici knyttet til vækstbilledet.

BOKS II.6 STAGFLATION OG 1970'ERNES OLIEKRISE

Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød, senest krigen i Ukraine. Negative udbudsstød til økonomien kan risikere at ende ud i en situation med såkaldt stagflation, som man blandt andet så det i 1970'erne.

Stagflation er kendetegnet ved samtidig tilstedeværelse af høj inflation, lav (eller faldende) produktion og høj arbejdsløshed. Situationer med stagflation er relativt sjældne; normalt er der sammenfald mellem høj inflation og høj vækst henholdsvis lav inflation og lav vækst. Det skyldes, at økonomien mere hyppigt rammes af efterspørgselsstød, hvor f.eks. et positivt stød til efterspørgslen også øger priserne. Når økonomien rammes af et negativt udbudsstød, opstår i stedet kombinationen af højere priser og lavere produktion. Situationen kan yderligere forværres, hvis høj og stigende inflation omsættes i en forventning til yderligere stigninger i inflationen. Højere inflationsforventninger øger lønkravene og dermed omkostningerne til et givent produktionsniveau og repræsenterer derfor endnu et negativt udbudsstød. Der kan dermed opstå en negativ spiral, hvor priserne fortsætter med at stige, og den økonomiske aktivitet forbliver lav; en situation med stagflation. De negative udbudsstød kan også ske via produktivitetsfald eller flere på hinanden følgende negative energiprisstød.

Den nuværende situation med høj inflation og et negativt udbudsstød til energiprodukter minder på overfladen om oliekriserne i 1970'erne, hvor de arabiske lande ad to omgange (i 1973 og 1979) reducerede olieproduktionen væsentligt. Også dengang havde energiprisstigninger sammenhæng til krigshandlinger. Det negative udbudsstød fra oliekriserne bidrog til lav vækst og tocifrede inflationsrater i mange lande. Lighederne har givet anledning til debat om, hvorvidt der i den aktuelle situation er risiko for stagflation.

Selvom den nuværende situation på overfladen minder om situationen i 1970'erne er der væsentlige forskelle, jf. Ha mfl. (2022). Prisstigningerne har indtil videre været mindre end i 1970'erne, og såvel olie- som energiforbruget som andel af BNP er faldet siden 1970'erne, jf. IMF (2022) og Eurostat[a)]. Herudover er sammensætningen af energiforbruget er ændret, så fossile brændsler udgør en mindre andel, jf. IEA (2021), hvorimod olie i 1970'erne var det dominerede brændsel.

Hertil kommer, at det pengepolitiske fokus er skiftet, så det i dag i højere grad sigter på prisstabilitet med eksplicitte inflationsmål. Klare inflationsmål og klare pengepolitiske udmeldinger har de senere år bidraget til at holde inflationsforventningerne forankrede omkring centralbankernes målsætninger. Det har medvirket til, at kerneinflationen i langt mindre grad er følsom overfor inflationære stød, jf. Ha mfl. (2022). Velforankrerede inflationsforventninger er centrale for at reducere risikoen for markante andenrundeeffekter og lønprisspiraler. Hertil kommer, at lønnen i dag i mindre grad end i 1970'erne er inflationsindekseret (eksempelvis som den danske dyrtidsregulering i 1970'erne), jf. IMF (2022). Desuden kan globaliseringen være medvirkende til at mindske gennemslaget fra inflation til lønninger, fordi virksomhederne i højere grad i dag end i 1970'erne har mulighed for at udflytte dele af produktionen til steder, hvor lønningerne er lavere.

a) www.ec.europa.eu/eurostat (tabel NRG_IND_EI).

Højere renter kan udløse statsgældskrise i lande med høj gæld

Rentestigningerne risikerer ligeledes at påvirke en række europæiske økonomier særligt hårdt. Flere, særligt sydeuropæiske lande havde en høj offentlig gæld, allerede før covid-19-pandemien ramte verden. Det store tilbageslag, der fulgte covid-19-pandemien, medførte store budgetunderskud i landene og en yderligere stigning i den offentlige gæld. Disse lande har dermed et dårligt udgangspunkt til at håndtere nye udefrakommende stød, der kan give et yderligere pres på de offentlige budgetter, eksempelvis i form af krigen i Ukraine. Allerede før krigsudbruddet steg renterne på tiårige statsobligationer, og det opadgående pres på renterne er blevet forøget med den aktuelle krise. Særligt for lande med en betydelig offentlig gæld kan det blive en ekstra udfordring at håndtere de stigende renter. I yderste konsekvens kan det reducere tilliden til et eller flere landes mulighed for at overholde deres gældsforpligtigelser. Endnu er rentespændene til Tyskland dog kun steget lidt for de sydeuropæiske økonomier. Verdensbanken har derudover udtrykt bekymring om holdbarheden af de offentlige finanser i en række central- og østeuropæiske lande med tætte forbindelser til Rusland og Ukraine. Selvom gældsniveaet her i flere tilfælde er lavere end i Sydeuropa, er den finansielle uro og risikopræmierne større i disse økonomier end i Sydeuropa.

II.3 UVENTET HØJ INFLATION

Afsnittets indhold

Inflationen er steget til de højeste niveauer siden 1980'erne i store dele af den vestlige verden. Dette afsnit præsenterer forskellige aspekter af høj og uventet inflation og giver en vurdering af inflationsudsigterne de kommende år. Afsnittet indledes med en kort beskrivelse af baggrunden for den høje inflation, og det beskrives, at inflationsudviklingen i høj grad har overrasket markedsdeltagere og prognosemagere. Herefter beskrives de umiddelbare effekter af høj og uventet inflation på forbrugere og virksomheder. Dernæst diskuteres det, hvordan der kan opstå yderligere effekter på den økonomiske aktivitet gennem forventningsdannelsen, og at disse forventninger kan variere på tværs af økonomiens aktører. Afsnittet afsluttes med en vurdering af, hvordan udvalgte bidrag til inflationen kan forventes at udvikle sig de kommende år, ligesom risici knyttet til udviklingen diskuteres.

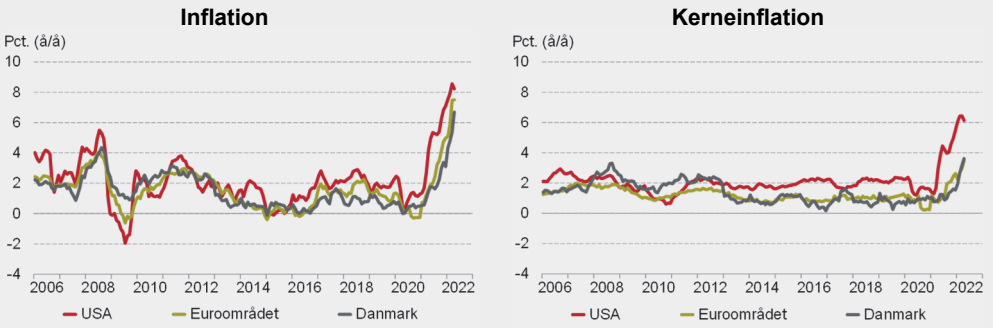
INFLATIONEN ER TILTAGET IGENNEM 2021 OG 2022

Høje forbruger-prisstigninger

Inflationen er tiltaget kraftigt igennem 2021 og i begyndelsen af 2022 i store dele af den vestlige verden. I april 2022 var årsvækstraten i forbrugerpriserne 8,2 pct. i USA, 7,5 pct. i euroområdet og 6,7 pct. i Danmark, jf. figur II.16. Inflationen har ikke været højere siden 1980'erne. Som beskrevet i afsnit II.2 skyldes den høje inflation en kombination af flere forhold. For det første har massiv finans- og pengepolitisk stimulans som følge af coronakrisen øget efterspørgslen betydeligt. Kombineret med forstyrrelser i forsyningskæderne har dette medført flaskehalse i produktionen og stigende priser på særligt varer og transport. For det andet har genopretningen efter pandemien været overraskende hurtig. For det tredje er priserne på særligt energi og fødevarer steget som følge af flere stød; senest krigen i Ukraine.

FIGUR II.16 UDVIKLING I FORBRUGERPRISERNE

Inflationen i både USA, euroområdet og Danmark er steget kraftigt det seneste år. Kerneinflation er steget betydeligt mere i USA end i euroområdet og Danmark.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvækstraten i forbrugerprisindekset. Figuren til højre viser kerneinflationen, der er udviklingen i inflationen korrigeret for bidrag fra for energi- og fødevarepriser. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Mere bredt funderet inflation i USA end i euroområdet

I euroområdet og Danmark skyldes en betydelig del af inflationen stigende energipriser, mens inflationen i USA er mere bredt funderet. Dette afspejles blandt andet i kerneinflationen, der i april 2022 steg med 6,1 pct. i USA, hvilket er knap dobbelt så meget som i euroområdet og Danmark, jf. figur II.16. Den højere kerneinflation i USA er udtryk for, at prisstigningerne i højere grad også kan tilskrives prisstigninger på andre varer end energi og fødevarer, jf. boks II.7.

BOKS II.7 FORSKELLIGE PRISINDEKS TIL AT OPGØRE INFLATION

Inflation er udtryk for ændringer i det generelle prisniveau og opgøres typisk som ændringen i forhold til samme måned året før. En stigning i det generelle prisniveau medfører, at købekraften falder, så husholdningerne kan købe færre varer for den samme nominelle indkomst. Der findes forskellige opgørelser af inflation, der har til formål at belyse prisudviklingen fra forskellige vinkler. Hvilket mål der er bedst, afhænger af den konkrete situation.

Forbrugerprisindekset opgør udviklingen i prisen på en specifik "indkøbskurv". For hvert år beregnes vægte (svarende til indholdet i indkøbskurven) baseret på den gennemsnitlige husholdnings forbrug af dagligvarer (fødevarer mv.), varige goder (tøj, møbler, elektronik mv.) og serviceydelser (restaurantbesøg, frisør, husleje inkl. opvarmning mv.). I praksis har alle husholdninger et forskelligt forbrugsmønster, og derfor vil alle husholdninger ikke blive påvirket i samme grad af en stigning i forbrugerprisindekset. Forbrugerprisindekset opgør den købspris, som husholdningen skal betale, og er derfor inklusiv moms og punktafgifter.

Det europæiske statistikorgan Eurostat offentliggør en variant af forbrugerprisindekset kaldet det *harmoniserede forbrugerprisindeks* (HICP), der er sammenlignelig på tværs af lande. Den største forskel i forhold til det danske forbrugerprisindeks er, at lejeværdi af ejerbolig ikke indgår. Denne forbrugspost har en vægt på ca. 12 pct. i forbrugerprisindekset.

Kerneinflationen opgør årsvækstraten i forbrugerprisindekset fratrukket det direkte bidrag fra energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Kerneinflationen beregnes, da der historisk har været meget store prisudsving på disse varer, jf. eksempelvis Gordon (1975). Det er således et bedre mål for, om der har været prisstigninger på en bred række af varer og tjenester.

Nettoprisindekset opgøres på baggrund af den samme kurv af varer som forbrugerprisindekset, men er opgjort eksklusiv skatter og afgifter. Derfor er der forskel på vægtene. På grund af de relativt høje punktafgifter på energi i Danmark fylder energi eksempelvis knap 8 pct. i forbrugerprisindekset, men kun godt 5 pct. i nettoprisindekset. Da energiafgifterne opkræves som et beløb pr. enhed, vil forbrugerpriserne procentuelt stige mindre end nettopriserne, når energipriserne stiger.

Forbrugsdeflatoren er en del af nationalregnskabet og opgør udviklingen i prisen på det samlede private forbrug inkl. forbrug i udlandet. Forbrugsdeflatoren er et implicit prisindeks som følger af, at det private forbrug i nationalregnskabet opgøres i både løbende og faste priser. Forholdet mellem de to er det implicitte prisindeks.

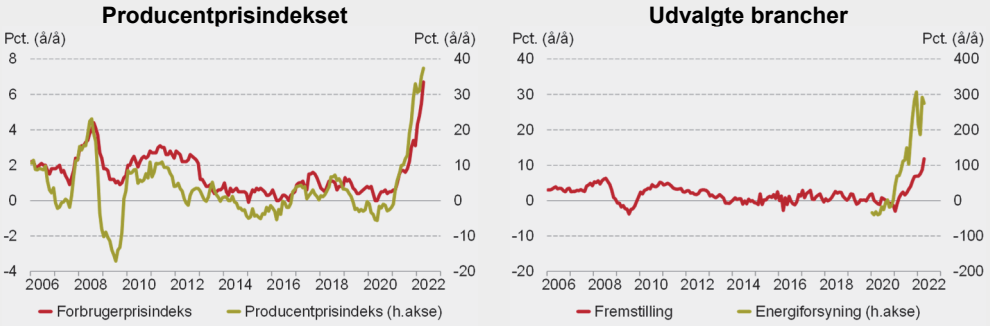
Producentprisindekset for varer måler udviklingen i priserne i producenternes første omsætningsled (også kaldet producentleddet). Indekset omfatter kun varer og ikke tjenester. Derfor fylder råvarer og import mere end i forbrugerprisindekset. Statistikken opgøres eksklusiv moms og punktafgifter.

Højeste årsvækst i producentprisindeks nogensinde

Det er ikke kun forbrugerprisindekset, der er steget kraftigt. Det samme gælder producentprisindekset for varer, der opgør danske producenters salgspriser i første omsætningsled (dvs. til andre producenter). I april 2022 steg producentprisindekset for varer med 37,4 pct. Det er den største stigning, siden statistikken blev introduceret i 2005, jf. figur II.17. Stigningen skyldes især en prisstigning på 274,7 pct. i branchen energiforsyningen, mens producentprisindekset for fremstillingsvirksomheder er steget med 11,8 pct. Den mere afdæmpede stigning bland fremstillingsvirksomhederne skyldes blandt andet, at energi udgør en relativt lille andel af virksomhedernes input, jf. *Økonomi og Miljø, 2021*. Den markante stigning i virksomhedernes omkostninger må forventes at slå igennem på de priser, forbrugerne står overfor. Det er til dels allerede sket, men der kan komme yderligere stigninger de kommende måneder, jf. også diskussionen senere i afsnittet.

FIGUR II.17 PRODUCENTPRISINDEKSET FOR VARER

Både forbrugerprisindekset og producentprisindekset er steget kraftigt det seneste halvandet år. For producentprisindekset skyldes det særligt stigende priser i energiforsyning, jf. figuren til højre.



Anm.: Producentprisindekset for energiforsyning opgøres først fra 2019. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Gennemslag til forbrugerpriser dæmpes af flere forhold

Et IMF-studie af udbudsbegrænsninger under covid-19-pandemien finder imidlertid, at gennemslaget på kerneinflationen af et udbudsstød til producentprisindekset er relativt begrænset, jf. Celasun mfl. (2022). For det første er det kun varer, der indgår i producentprisindekset. Da tjenester udgør omkring halvdelen af forbrugerprisindekset, og tjenesteydelser typisk er mindre prisfølsomme overfor udbudsstød, vil forbrugerpriserne procentuelt øges mindre end producentpriserne. For det andet dæmpes gennemslaget af et fald i virksomhedernes profit. Det skyldes, at nogle virksomheder kan vælge midlertidigt at sænke

deres profit fremfor at øge salgspriserne i håb om at øge deres markedsandel. Denne effekt vil være mindre, hvis virksomhederne forventer, at de højere inputpriser er permanente. Det forventes i højere grad at være tilfældet med energipriserne sammenlignet med covid-19-pandemien, der formentligt i højere grad blev anset som midlertidig.

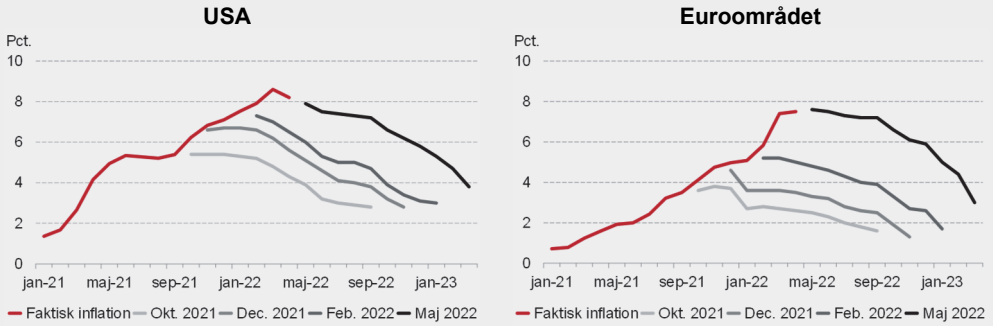
INFLATIONEN ER HØJERE END FORVENTET

Høje prisstigninger har overrasket

De høje prisstigninger har overrasket mange, herunder også prognosemagere. Som et eksempel på dette har Consensus-forventningerne de seneste seks måneder været et fald i inflationen, mens den faktiske inflation derimod er fortsat med at stige, jf. figur II.18.

FIGUR II.18 UDVIKLINGEN I PRISPROGNOSER PÅ UDVALGTE TIDSPUNKTER

Inflationen i både USA og euroområdet har været tiltagende siden september 2021. Dette har overrasket prognosemagere, der i stedet forventede, at inflationen ville aftage.



Anm.: Figurerne viser den faktiske udvikling i det amerikanske forbrugerprisindeks hhv. det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet. Seneste observation for inflationen er april 2022. Den forventede inflation fra de månedlige opgørelser fra Consensus er vist for udvalgte måneder.

Kilde: Consensus Economics.

Flere årsager til uventet høj inflation

Der er formentlig flere årsager til, at inflationen har været højere end ventet. For det første er energipriserne steget mere, end markederne (bedømt på futures) ventede. Eftersom mange prognosemagere anvender markedsbaserede forventninger, har forudsætningerne om energiprisstigningerne været for lave i forhold til det realiserede. De højere end ventede energiprisstigninger skal ses i lyset af flere negative stød henover efteråret 2021 og vinteren 2022, senest krigen i Ukra-

ine. Hertil kommer, at energiprisstigningerne er slået hurtigere igennem på forbrugerpriserne end tidligere set, jf. ECB (2022b). Analysen fra ECB viser, at ca. trefjerdedele af centralbankens fejlskøn for inflationen i første kvartal 2022 kan tilskrives højere end forudsatte energiprisstigninger. For det andet er genopretningen efter pandemien sket hurtigere end ventet, og presset på arbejdsmarkedet i særligt USA har været større end ventet. For det tredje har forstyrrelserne i forsyningskæderne vist sig at være mere langvarige end forudsat.

UVENTET INFLATION PÅVIRKER ØKONOMISK AKTIVITET

Uventet inflation påvirker den økonomiske aktivitet

Den uventede høje inflation påvirker den økonomiske aktivitet direkte. Det gælder både forbrugerne, hvis realindkomst falder, og virksomhederne, der står overfor uforudsete stigninger i deres omkostninger. Da en betydelig del af prisstigningerne har baggrund i prisstigninger på energi og råvarer, vil effekterne påvirke de forskellige aktører asymmetrisk alt efter deres eksponering overfor disse komponenter. Nedenfor beskrives de direkte effekter af uventet høj inflation på den økonomiske aktivitet, mens næste delafsnit beskriver, hvordan uventet inflation også kan påvirke forventningsdannelsen og derigennem aktiviteten.

Den disponible realindkomst falder ved uventede prisstigninger

Den uforudset høje inflation påvirker husholdningernes reale disponible indkomst ad tre forskellige kanaler. For det første falder reallønnen for lønmodtagere, fordi lønningerne har svært ved at tilpasse sig på kort sigt, når inflationen stiger uventet. Det skyldes blandt andet, at lønstigningerne i 2022-23 allerede er aftalte for en stor del af arbejdsmarkedet. Det gælder eksempelvis for offentligt ansatte, og til dels for privatansatte på normallønsområdet. I modsat retning trækker dog, at det stigende pres på arbejdsmarkedet kan medføre, at lønstigningerne bliver højere end det aftalte. Det skyldes, at nogle medarbejdere formentlig kan forhandle sig til forskellige tillæg i form af en bonus eller et fastholdelsestillæg, når der er en udbredt mangel på arbejdskraft. Derudover er det danske arbejdsmarked kendetegnet ved at være fleksibelt og med et relativt højt antal af jobskifte, hvilket også kan være med til at trække lønstigningerne op.

Stort realt indkomstfald for overførselsmodtagere

For det andet reguleres både folkepension og andre overførselsydelser som udgangspunkt med lønstigningerne i den private sektor to år tidligere. I 2022 medfører dette en lavere stigning i ydelserne end normalt, fordi den private lønstigningstakt i 2020 var påvirket af covid-19-pandemien og en forventning om, at inflationen de kommende år ville være lav. Denne lave regulering finder sted samtidig med, at inflationen er høj, hvilket vil medføre et fald i realindkomsten for indkomstoverførselsmodtagere.

Forsinket regulering af grænser i skattesystemet kan øge skatten

For det tredje stiger den effektive skat, hvis de stigende priser bliver fulgt af højere lønstigninger. Det skyldes, at det danske skattesystem er indrettet med en række forskellige indkomstgrænser, blandt andet personfradraget og topskattegrænsen. Disse grænser reguleres løbende for at sikre, at de udgør en konstant andel af indkomsten for en typisk lønmodtager, men reguleringen sker med en forsinkelse på to år. En tiltagende lønstigningstakt vil dermed indebære, at en mindre del af indkomsten omfattes af personfradraget, og at en større del vil blive omfattet af topskatten. Resultatet bliver, at den gennemsnitlige skattebetaling øges midlertidigt med et fald i den disponible indkomst til følge, jf. også afsnit II.6.

Lavere realindkomst dæmper forbrug

Et fald i realindkomsten påvirker husholdningernes forbrug negativt. Hvor meget forbruget påvirkes, afhænger af forbrugskvoten. Hvis prisstigningerne i høj grad forventes at være af midlertidig karakter, kan mange husholdninger i en periode anvende en eksisterende opsparing. Det vil medføre en (midlertidig) stigning i forbrugskvoten. Jo længere de høje prisstigninger varer ved, desto større risiko er der for, at husholdningerne vælger eller bliver nødt til at nedsætte deres reale forbrug. Et fald i forbrugskvoten er kan forekomme, hvis forbrugerne bliver mere pessimistiske omkring udviklingen i den økonomiske aktivitet, jf. også diskussionen i næste delafsnit. Det kan særligt forekomme for husholdninger, der anvender gas eller el til opvarmning, og som dermed bliver særlig hårdt ramt af de stigende priser.

Uventet inflation er en omfordeling fra långiver til låntager, …

Uventet inflation medfører også en omfordeling fra långivere til låntagere, da den reale værdi af et udestående lån falder. Omfordelingen øger låntagers nettoformue på bekostning af personer med en positiv opsparing, eksempelvis pensionsopsparing.[7] Da den typiske låntager vil være en yngre person i arbejdsstyrken, mens en gennemsnitlig långiver vil være ældre, vil denne effekt i praksis være en omfordeling mellem generationer. Bemærk, at effekten kun forekommer ved uventet inflation, da långiver vil kræve kompensation for en forventet inflation i form af en højere nominel rente.

… der kan have aktivitetseffekter

Hvis der er forskelle i forskellige gruppers marginale forbrugstilbøjelighed af ændringer i formuen, kan denne omfordeling også have en påvirkning på den økonomiske aktivitet, jf. Doepke og Schneider (2006). Hvis husholdningerne fordeler forbruget over den forventede levetid, vil den marginale forbrugstilbøjelighed stige med alderen, da ældre husholdninger i gennemsnit har færre leveår at fordele en stigning i

7) Ofte vil gæld være modsvaret af en formue (eksempelvis friværdi i en bolig eller et varelager). Hvis værdien af dette aktiv falder, så udgør det et tab for låntager. Hvis den uventede inflation medfører stigende renter og derigennem lavere boligpriser, er det ikke oplagt, at nettogevinsten for en boligejer med boliglån er positiv.

indkomsten på. Det betyder, at en omfordeling fra ældre husholdninger til unge kan medføre, at forbruget falder, mens den samlede opsparing vil stige. Hvis omfordelingen medfører en stigning i de yngre husholdningers nettoformue, kan arbejdsudbud og produktion også falde, da de berørte husholdninger i så fald potentielt nedsætter deres arbejdstid, jf. Doepke og Schneider (2006). Derimod bæres en stor del af tabet af pensionister, der ikke er på arbejdsmarkedet, og som i stedet er nødt til at sænke deres forbrug (eller efterlade en mindre arv).

Virksomheders reaktion afhænger af markedsmagt

Ligesom for forbrugerne er der forskel på tværs af virksomheder på, hvem der rammes af uventet inflation. En del af den aktuelt uventede inflation kan som nævnt tilskrives højere end ventede energiprisstigninger og rammer derfor særligt virksomheder med en energiintensiv produktion som eksempelvis metalindustrien, slagterier og mejerier. Virksomhedernes muligheder for at overvælte inputprisstigninger i deres salgspriser afhænger af deres konkurrencesituation. Hvis en virksomhed agerer under fuldkommen konkurrence, har virksomheden ingen indflydelse på markedsprisen. Derfor må en isoleret stigning i inputpriserne (f.eks. råvare- eller energipriserne) ventes at medføre, at de berørte virksomheder nedsætter produktionen. Hvis en virksomhed i stedet befinder sig på et marked med imperfekt konkurrence, har virksomheden mulighed for at tilpasse dens markup.[8] Der er tegn på, at danske virksomheders markedsmagt er steget henover det seneste årti, jf. *Produktivitet, 2022*. Det kan betyde, at virksomhederne har mulighed for at overvælte stigende inputpriser i salgspriserne.

Regionale forhold kan medføre ændret konkurrenceevne

Den uventet høje inflation påvirker ikke kun danske virksomheder, men også en lang række udenlandske virksomheder. De øgede omkostninger for danske virksomheder medfører derfor ikke nødvendigvis et tab af konkurrenceevne i samme omfang, som man normalt kan forvente. Konkurrenceevnepåvirkningen afhænger af ændringen i de relative omkostninger, der blandt andet påvirkes af, hvor energiintensive virksomheder i forskellige lande er. Herudover afhænger effekten på konkurrenceevnen af, i hvor høj grad de uventede prisstigninger giver udslag i øgede lønkrav. På regionale energimarkeder har de geopolitiske forhold medført, at prisforskellen på eksempelvis naturgas i USA og Europa er blevet markant forøget, jf. afsnit II.2. Dette medfører alt andet lige en forbedring af energitunge amerikanske virksomheders konkurrenceevne set i forhold til deres europæiske konkurrenter.

8) Dette svarer til en efterspørgselskurve med negativ hældning modsat fuldkommen konkurrence, hvor efterspørgselskurven er flad.

INFLATIONSFORVENTNINGER VARIERER PÅ TVÆRS AF ØKONOMIENS AKTØRER

Ændring i inflationsforventninger påvirker økonomisk udvikling

I tillæg til de direkte effekter på den økonomiske aktivitet som følge af uventet høj inflation, kan der opstå effekter som følge af påvirkningen på forventningsdannelsen. Ændringer i forventningerne vil have betydning for udviklingen i det private forbrug, løndannelsen, investeringer, aktivpriser mv. Der findes ikke et enkelt mål for inflationsforventningerne, fordi forskellige økonomiske aktører (husholdninger, virksomheder, professionelle investorer, centralbanker mv.) har hver deres sæt af forventninger til fremtiden baseret på de faktisk observerede prisstigninger og deres forventning til udviklingen i den økonomiske aktivitet. Det er derfor relevant at undersøge, hvordan forskellige aktørers forventninger har udviklet sig i lyset af det seneste års høje inflation. For at få indblik i forventninger til inflationen de kommende år kan man enten indsamle forventningerne blandt professionelle prognosemagere, observere de finansielle markeders implicitte forventninger til inflationen eller spørge husholdninger og virksomheder om deres forventninger.[9]

Danske forbrugere forventer stigende priser det kommende år, …

Husholdningernes forventninger påvirker privatøkonomiske beslutninger allerede i dag og kan derfor give information om, hvordan det private forbrug vil udvikle sig. I Danmark opgøres danske husholdningers forventninger til priserne et år frem i tiden i et indeks sammen med forbrugstillidsindikatoren, jf. figur II.19. I april 2022 faldt prisforventningerne sammenlignet med måneden før, hvor prisforventningerne var på det højeste niveau siden 1970'erne. Hvis forventningen om stigende priser skyldes en høj efterspørgsel, kan det fremrykke privat forbrug, fordi en lavere realrente medfører et lavere forbrug i fremtiden. I praksis har sammenhængen vist sig at være anderledes, fordi husholdningerne ofte fortolker prisstigninger som udtryk for en forværring af de økonomiske udsigter, jf. Candia mfl. (2020), hvilket er i overensstemmelse med, at prisstigninger forekommer som følge af et negativt udbudsstød.[10]

9) De finansielle markeders implicitte inflationsforventninger kan eksempelvis søges anslået som rentespændet mellem en nominel statsobligation og en tilsvarende statsobligation med samme løbetid, der er indekseret til inflationsudviklingen.

10) En anden tolkning af denne sammenhæng er, at indkomsteffekten af tabt købekraft overstiger substitutionseffekten af, at husholdninger vil fremrykke forbrug, fordi en lavere realrente gør forbrug i dag relativt billigere sammenlignet med forbrug i fremtiden.

FIGUR II.19 FORBRUGERNES PRISFORVENTNINGER

En stigende andel af de danske forbrugere forventer, at priserne vil stige i løbet af det kommende år.

Anm.: Figuren viser sammenvejningen af besvarelser på spørgsmålet: "Sammenlignet med den nuværende situation, hvordan tror du priserne vil udvikle sig i løbet af de kommende 12 måneder?". Vægten til svarmuligheden "Priserne vil stige hurtigere end nu" er 100, vægten til "Priserne vil stige i samme tempo som nu" er 50, vægten til "Priserne vil stige langsommere end nu" er 0, vægten til "Priserne forbliver uændret" er -50, mens vægten til svaret "Priserne vil faldet lidt" er -100. Nettotallet er et simpelt gennemsnit af besvarelserne. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

… hvilket kan få forbruget af varige goder til at falde

Den negative tolkning af inflationsforventningerne understøttes af, at andelen af danske forbrugere, der mener, at det for nuværende er et godt tidspunkt at anskaffe større forbrugsgoder, er på det laveste niveau siden december 2008, jf. Danmarks Statistik (2022c). Dette er i overensstemmelse med to nye studier af, hvordan husholdningernes inflationsforventninger påvirker deres forbrug. Et studie konkluderer, at hollandske husholdninger, der fik oplysninger om den lave inflation i 2018, sænkede deres inflationsforventninger og øgede forbruget af varige forbrugsgoder sammenlignet med en kontrolgruppe, jf. Coibion mfl. (2021a). Et andet studie af amerikanske husholdninger konkluderer tilsvarende, at højere inflationsforventninger sænker forbruget af varige forbrugsgoder, men derimod øger forbruget af andre forbrugsgoder og tjenesteydelser, jf. Coibion mfl. (2021b).

Danske virksomheder forventer prisstigninger

Når danske virksomheder bliver spurgt til forventningen til deres egen prisfastsætning henover de kommende tre måneder, så svarer en stor andel af virksomhederne i industrisektoren og dagligvarebutikker, at de forventer stigende salgspriser de kommende tre måneder, jf. figur II.20. For industrien er denne andel større end i perioden op til finanskrisen. Virksomhedernes inflationsforventninger er relevante af tre årsager. For det første kan virksomhederne være mere tilbøjelige til at give højere lønstigninger, hvis de forventer, at prisstigningerne vil fortsætte. For det andet påvirkes forbrugerpriserne direkte af de beslutninger, der træffes af virksomheder, der kan bestemme deres salgspris. Hvis virksomhederne forventer højere inflation, vil det gøre det mere sandsynligt, at de øger deres salgspriser, hvilket netop bidrager til inflationen. For det tredje afhænger virksomhedernes forventede realrente af den nominelle rente og virksomhedernes inflationsforventninger. Ud fra økonomisk teori bør et fald i virksomhedernes realrente alt andet lige medføre en stigning i virksomhedernes investeringer og deres efterspørgsel efter arbejdskraft. Analyser af virksomhedernes inflationsforventninger tyder dog på, at virksomhederne i lighed med forbrugerne i et vist omfang fortolker stigende priser som et udtryk for, at de økonomiske udsigter forværres, jf. Coibion mfl. (2020). Derfor medfører stigende inflationsforventninger i stedet, at virksomhederne reducerer deres investeringer og antallet af medarbejdere.

Forventninger på de finansielle markeder påvirker aktivpriser

Inflationsforventningerne blandt aktører på de finansielle markeder er vigtige, fordi de påvirker prisen på aktier, obligationer og andre aktiver. Centralbankerne kan påvirke prisdannelsen på de finansielle markeder igennem ændringer i den pengepolitiske rente eller gennem ændrede signaler om, hvordan de forventer den økonomiske aktivitet vil udvikle sig fremover (også kaldet *forward guidance*). Derudover kan de implicitte forventninger på de finansielle markeder også påvirke forventningerne blandt professionelle prognosemagere.

Mindre kendskab til inflation i lande med lav og stabil inflation

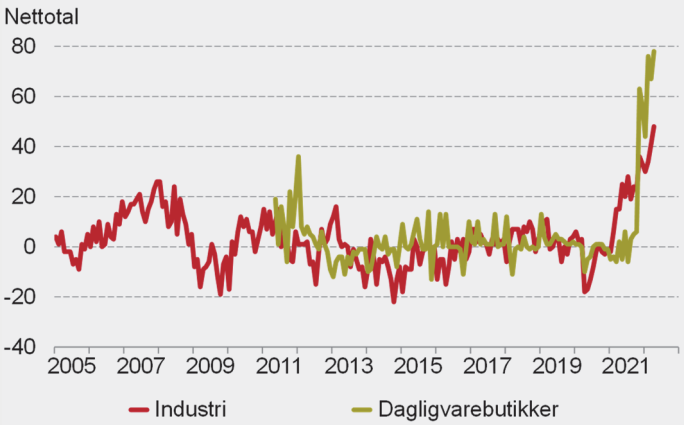
Der er traditionelt større spredning i inflationsforventningerne blandt husholdninger og virksomheder sammenlignet med professionelle prognosemagere, jf. eksempelvis Candia mfl. (2021). Dette illustreres eksempelvis ved, at der reelt set ingen sammenhæng er mellem danske virksomheders prisforventninger i industrien og dagligvarebutikker, jf. figur II.20.[11] Et internationalt studie af virksomheders inflationsforventninger viser blandt andet, at der er mindre kendskab til centralbankens inflationsmål og udviklingen i den faktiske inflation i lande som USA og New Zealand, der længe har haft en stabil og lav inflation, mens opmærksomheden er meget større blandt virksomheder i lande med høj og ustabil inflation, jf. Candia mfl. (2021). Studiet finder også,

11) Frem til og med 2019 er korrelationskoefficienten mellem de to serier lig med -0,009.

at der er større overensstemmelse mellem husholdningernes og virksomhedernes inflationsforventninger henholdsvis forventningerne blandt professionelle prognosemagere i lande med høj inflation. En forklaring på dette kan være, at husholdninger og virksomheder kun bruger begrænsede ressourcer på at sætte sig ind i den forventede prisudvikling, hvis inflationen er relativt lav og stabil.

FIGUR II.20 VIRKSOMHEDERS PRISFORVENTNINGER

Både virksomheder i industrien og særligt i dagligvarebutikker forventer, at deres salgspriser vil stige de kommende tre måneder.



Anm.: Figuren viser udviklingen i virksomhedernes forventninger til salgspriserne de kommende tre måneder (inkl. den måned, undersøgelsen foretages). Svarmulighederne er: Faldende, omtrent uændret eller stigende. Nettotallet beregnes som den andel, der har svaret stigende fratrukket den andel, der har svaret faldende. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Information kan mindske spredning i forventet inflation

Et andet studie af italienske virksomheder viser, at virksomhedernes inflationsforventninger påvirkes, når virksomhederne informeres om udviklingen i den faktiske inflation, ligesom spredningen i forventningerne mindskes, jf. Coibion mfl. (2020). Med baggrund i den høje inflation må det forventes, at udbyttet ved at sætte sig ind i den forventede prisudvikling vil stige, og dermed kan det formodes, at husholdningernes og virksomhedernes inflationsforventninger i højere grad vil konvergere imod de professionelle prognosemageres forventninger fremover.

Inflationsforventninger afhænger af tidshorisont

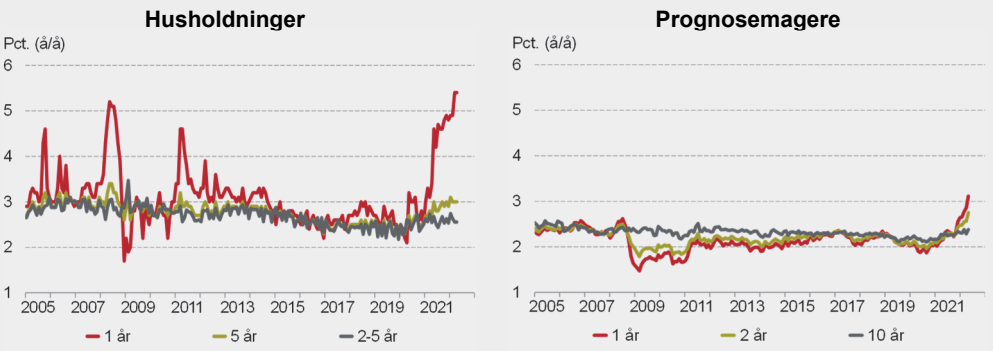
En svaghed ved de danske spørgeskemaundersøgelser er, at de kun undersøger forventningerne henholdsvis tolv måneder (for husholdninger) og tre måneder frem i tid (for virksomheder). Derudover er svarmulighederne begrænsede til kvalitative udsagn, som ikke uden videre kan oversættes til en procentvis stigning i forbrugerprisindekset. På kort sigt er ændringer i inflationsforventninger ofte drevet af den faktiske inflation eller midlertidige forhold som energi- og fødevarepriser. På længere sigt er ændringer i inflationsforventninger et mål for, om centralbankernes inflationsmål er troværdige, jf. Beckmann mfl. (2022). Dermed må det også forventes, at der ikke er en sammenhæng mellem ændringer i inflationsforventningerne på kort henholdsvis lang sigt.

De amerikanske forbrugeres inflationsforventninger er tæt på markedets

For blandt andet USA findes der spørgeskemaundersøgelser med længere tidshorisonter, jf. figur II.21. Ifølge disse undersøgelser forventer de amerikanske husholdninger, at inflationen fra april 2022 i gennemsnit vil være ca. 5½ pct. de kommende tolv måneder. De kommende fem år forventer husholdningerne til gengæld, at den gennemsnitlige inflation vil være ca. 3 pct. Når forventningerne på kort og mellemlang sigt kombineres fremgår det, at de amerikanske husholdninger implicit forventer en gennemsnitlig inflation i perioden fra april 2023 og fire år frem på ca. 2½ pct. Disse forventninger på mellemlang sigt er tæt på både de professionelle prognosemageres og de finansielle markeders inflationsforventninger og den amerikanske centralbanks inflationsmålsætning. Dermed er der ikke tegn på uforankrede inflationsforventningerne i USA.

FIGUR II.21 INFLATIONSFORVENTNINGER I USA

På kort sigt er både husholdningernes og de professionelle prognosemageres inflationsforventninger tiltaget kraftigt i USA, men på længere sigt forventes fortsat en inflation på ca. 2½ pct. Dette niveau er lidt højere end Federal Reserves inflationsmål, men tæt på det historiske gennemsnit.



Anm.: Figuren til venstre viser udviklingen i husholdningernes inflationsforventninger det næste år henholdsvis de næste fem år. Kurven "2-5 år" viser den gennemsnitlige inflation for perioden fra om et år frem til om fem år, der er konsistent med de to andre kurver. Figuren til højre viser inflationsforventninger fra Fed Philadelphias Arouba Term Strucutre of Inflation Expectations. "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem osv. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Michigan Universitet og Fed Philadelphia via Macrobond.

INFLATIONEN VENTES AT AFTAGE I ANDET HALVÅR

Inflation afhænger særligt af pandemi, energipriser og kapacitetspres

Den aktuelt høje inflation skal ses med baggrund i særligt fire forhold:

- Penge- og finanspolitisk stimulans
- Forbrugsforskydninger, herunder forsyningskædeforstyrrelser
- Stigende råvarepriser på særligt fødevarer og energi
- Et tiltagende kapacitetspres på arbejdsmarkedet.

I det følgende diskuteres kort, hvad der kan forventes om bidraget fra hver af disse kanaler de kommende år.

Ekstraordinær stimulans ophører

For det første forventes den ekstraordinære finanspolitiske stimulans, der blev igangsat for at stabilisere økonomien under covid-19-pandemien, at blive dæmpet. Pengepolitikken ventes at blive strammet betydeligt i såvel USA som euroområdet de kommende år, hvilket forventes at dæmpe den økonomiske aktivitet, jf. også afsnit II.2. Dertil kommer,

at der forventes en gradvis finanspolitisk stramning i både USA og euroområdet i 2022-23, jf. IMF (2022).

Forskydning over mod varer ventes reverseret

For det andet har pandemien skabt en forskydning i forbruget væk fra serviceydelser og over imod varer, fordi restriktioner i forbindelse med covid-19-pandemien særligt har været målrettede servicesektoren. Denne udvikling har medført et øget pres på de internationale forsyningskæder og givet anledning til stigende fragtpriser og høje prisstigninger på varer. Forbrugsforskydningen over imod varer forventes at blive reverseret i takt med, at restriktioner på særligt serviceerhverv er bortfaldet i mange europæiske lande i løbet af første halvår 2022, og at det normale udbud gradvist genoprettes. Derfor forventes bidraget til inflationen fra stigende varepriser at aftage markant i andet halvår 2022.

Forsyningskæder normaliseres langsomt

Den forventede normalisering af forbrugssammensætningen vil lette presset på de globale forsyningskæder. Nye nedlukninger i Kina kan dog forsinke denne normalisering. Kina har reageret på en ny smittebølge af covid-19 med nedlukninger af blandt andet den største by Shanghai med mere end 20 mio. indbyggere, hvor verdens største containerhavn ligger. De kinesiske havne er ikke lukket helt ned på samme måde, som det eksempelvis var tilfældet i sommeren 2021, men aktiviteten er aftaget kraftigt. Hvis nedlukningerne står på henover sommeren, hvor mange varer normalt bliver fragtet til USA og Europa frem mod julehandlen, kan dette medføre nye forstyrrelser i de globale forsyningskæder. Det var særligt de kinesiske havnenedlukninger i netop denne periode, der førte til de kraftigt stigende fragtrater i andet halvår 2021.

Energiprisstigninger aftager, …

For det tredje forudsættes det i nærværende prognose, at energiprisstigningerne topper i første halvår 2022, hvorefter de vil aftage svagt igennem de kommende år. Denne forventning er i overensstemmelse med futurespriserne på olie og naturgas, jf. figur II.22. Forventningen om et svagt fald i olieprisen skyldes blandt andet de nye kinesiske nedlukninger, der mindsker efterspørgslen efter råvarer inkl. olie, samt koordinerede forsøg på at modvirke de stigende oliepriser ved at frigive olietønder fra de strategiske nødlagre, jf. eksempelvis IEA (2022).

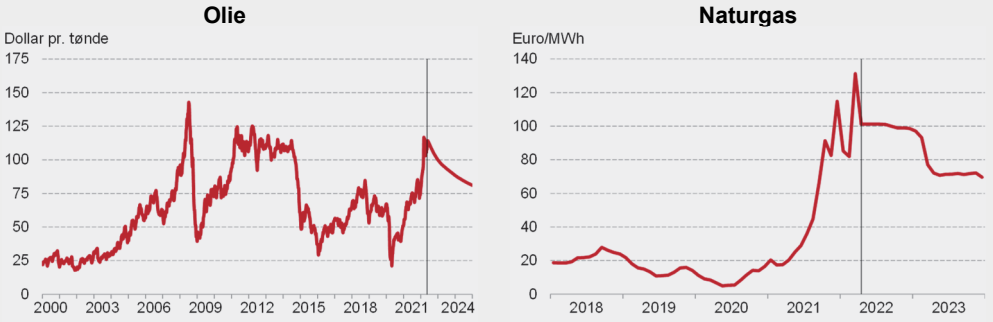
… men niveauet forventes at være højere

Trods forventning om afdæmpende fald i energipriserne de kommende år ventes energiprisniveauet at forblive på et højere niveau, end der var udsigt til inden krigen i Ukraine. Særligt naturgasprisen i Europa forventes at forblive på et højt niveau. Det skyldes dels usikkerhed om forsyningssikkerheden af naturgas fra Rusland og dels et politisk ønske om uafhængighed af russisk energi. Et skifte over mod andre leverandører af gas, herunder ikke mindst flydende naturgas (LNG), vil

alt andet lige øge gasprisen i Europa.[12] Hertil kommer, at EU-landene har aftalt, at gaslagrene skal være mindst 80 pct. fyldte pr. 1. november 2022, hvilket bidrager til at holde efterspørgslen oppe i år. Den forudsatte udvikling i energipriserne indebærer, at bidraget fra energipriser til inflationen vil falde igennem 2022. I begyndelsen af 2023 forventes et negativt vækstbidrag fra energipriser til inflationen som følge af, at olie- og naturgasprisen forventes at være lavere end i begyndelsen af indeværende år.

FIGUR II.22 FUTURESPRISER PÅ ENERGI

Energipriserne er steget til høje niveauer i begyndelsen af 2022. Ifølge futurespriserne er markedsforventningen, at olieprisen vil falde, men at prisniveauet fortsat vil være højt. Priserne på naturgas forventes at være særligt høje igennem 2022, før de ventes at aftage.



Anm.: Figuren til venstre viser den nominelle oliepris opgjort i amerikanske dollar pr. olietønde. Figuren til højre viser udviklingen i den europæiske pris på naturgas. De lodrette streger markerer overgang til futurespriser baseret på markedsdata fra den 16. maj 2022.

Kilde: Macrobond.

Stigningen i producentpriserne vil medføre andenrundeeffekter

De markante energiprisstigninger det seneste år er medvirkende til, at producentpriserne er steget betydeligt. Udviklingen siden 2006 tyder på, at ændringer i producentpriser og forbrugerpriser sker næsten samtidig. En del af producentprisstigningerne må derfor forventes allerede at være slået igennem på forbrugerpriserne.[13] Den historisk høje

12) Naturgas i flydende form (LNG) kan transporteres via skibe, men processen med at nedkøle gassen er meget energitung, og derfor foretrækkes transport via rørledninger ofte. Det medfører, at der findes regionale naturgasmarkeder med forskelligt prisniveau.

13) I praksis er samvariationen mellem ændringer i forbrugerprisindekset og producentprisindekset i perioden fra 2006M1-2022M04 størst, når producentprisindekset opgøres to måneder efter forbrugerprisindekset.

stigning i producentprisindekset kan imidlertid tale for, at der kan ventes et yderligere bidrag til inflationen herfra de kommende måneder, da nogle producenter formentlig har valgt midlertidigt at sænke deres profit fremfor at øge salgspriserne med det samme i lyset af de stigende omkostninger. Hvis omkostningsstigningerne bliver længerevarende, kan en større del imidlertid forventes overvæltet til forbrugerne. Dertil kommer effekten af, at de højere salgspriser i første omsætningsled bevæger sig op igennem forsyningskæden (såkaldte andenrundeeffekter). Erfaringer fra Danmark fra de seneste år viser, at det tager ca. et halvt år, før ændringer i producentprisindekset slår igennem på kerneinflationen. Det er i overensstemmelse med en analyse fra ECB (2017), som undersøger sammenhængen i eurolandene.

Fødevarepriser ventes at forblive høje

Det er ikke kun energipriser, men også andre råvarepriser, herunder fødevarepriser, der er steget markant det seneste år. Forhøjede produktionsomkostninger samt usikkerhed om høsten i Ukraine indebærer, at fødevarepriserne kan forventes at forblive på et højt niveau i år og næste år. Peersman (2022) viser, at de stigende priser på ikke-forarbejdede fødevarer kun overvæltes delvist i forbrugerpriserne, hvilket indikerer, at en del af prisstigningerne absorberes gennem lavere profitter i forsyningskæden. Studiet finder imidlertid også, at højere fødevarepriser vil øge forbrugerpriserne på lang sigt, hovedsageligt som følge af højere lønninger. Gennemslaget fra fødevareprisstigningerne til forbrugerpriserne ventes at stige frem mod efteråret, hvorefter bidraget stabiliseres.

Lønstigninger forventes at tiltage i 2022 og særligt 2023

For det fjerde ventes højere inflation kombineret med et stort kapacitetspres på arbejdsmarkederne at føre til højere lønstigninger i både 2022 og særligt i 2023, hvilket forventes at bidrage til, at inflationen næste år fortsat vil være højere end det seneste årti. Det gælder i særlig grad i USA og Danmark, hvor presset på arbejdsmarkedet er særligt stort. Lønstigningerne ventes at blive højere i 2023 end i 2022, dels som følge af, at der er en vis træghed i løndannelsen, og dels som følge af, at usikkerheden er øget på kort sigt på grund af krigen i Ukraine. Det forudsættes, at der ikke igangsættes en accelererende lønprisspiral, fordi inflationsforventninger forbliver forankrede, jf. også diskussionen i næste delafsnit.

Konklusion: Inflation ventes at aftage i andet halvår 2022, men prisniveau er forøget

Samlet set indebærer forudsætningerne, at der er udsigt til høj inflation i 2022, men stigningstakten ventes at aftage fra sommeren 2022 og nå tilbage på et mere normalt niveau. Ved udgangen af 2022 ventes inflationsniveauet fortsat at være højere end i de foregående år, jf. figur II.23. En kombination af nominel pristræghed og den forventede stigning i lønstigningstakten forventes at medføre, at prisstigningerne vil aftage til et niveau svarende til ECB's inflationsmålsætning på 2 pct. Det indebærer, at prisniveauet permanent er forøget.

FIGUR II.23 INFLATION I DANMARK

Inflationen i Danmark er steget kraftigt fra 1,8 pct. i august 2021 til 6,7 pct. i april 2022. Det forventes, at inflationen fortsat vil være høj henover sommeren for efterfølgende at aftage i efteråret 2022.

Anm.: Den lodrette streg markerer overgangen til prognosen. For figuren til venstre er seneste observation april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

RISIKO FOR ACCELERERENDE LØNPRISSPIRAL

Stigende priser og lønninger dæmper efterspørgslen

I nærværende prognose forudsættes det, at lønstigningstakten tiltager igennem 2022-23, men at der ikke igangsættes en accelererende lønprisspiral. I udgangspunktet er kapacitetspresset i dansk økonomi så højt, at der vurderes at være et betydeligt løn- og prispres. Hvis lønmodtagerne forventer, at inflationen også vil være høj om et eller to år, så kan de øge deres lønkrav for at bevare købekraften. Stigende priser og lønninger er en del af en markedsøkonomis selvkorrigerende mekanisme i en situation med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. De stigende priser dæmper den indenlandske efterspørgsel og bidrager dermed til, at beskæftigelsen gradvist falder tilbage mod det strukturelle niveau.

Skred i inflationsforventningerne er særligt bekymrende

Hvis husholdningernes forventningsdannelse ikke er lineær, så kan gennemslaget fra inflationsforventninger til faktisk inflation afhænge af niveauet for den faktiske inflation, jf. Blanchard (2018). Når inflationen i en årrække har været lav og stabil, så kan det ikke betale sig for husholdningerne at følge prisudviklingen, og derfor ændrer husholdningernes inflationsforventninger sig ikke ved små ændringer i den faktiske inflation. Det giver mulighed for, at økonomisk politik til en vis grad kan øge beskæftigelsen, uden at inflationen påvirkes. Med de høje og

uventede prisstigninger det seneste år må det formodes, at husholdningernes opmærksomhed på inflation øges. Dette kan medføre, at den langsigtede Phillipskurve igen bliver lodret, så der ikke er nogen afvejning mellem arbejdsløshed og inflation. Derfor er det vigtigt at være opmærksom på, om husholdningernes inflationsforventninger stiger i takt med den faktiske inflation.

Lønprisspiral kan blive særlig stærk i Danmark

Der er flere forhold, som taler for, at lønprisspiralen kan blive særlig stærk i Danmark. For det første er kapacitetspresset på det danske arbejdsmarked større end i euroområdet. For det andet vil effekten af højere løn- og prisstigninger dæmpes i den nuværende situation, hvor der også er udsigt til højere inflation blandt vores primære aftagerlande, fordi højere lønninger og priser i Danmark i mindre grad vil påvirke konkurrenceevnen. For det tredje vil en isoleret accelererende lønprisspiral i Danmark ikke umiddelbart blive bremset af pengepolitikken, fordi Danmark importerer sin pengepolitik fra euroområdet via fastkurspolitikken. Samlet set er der en betydelig risiko for, at en accelererende dansk lønprisspiral kan medføre et kraftigt fald i konkurrenceevnen, så beskæftigelsen ikke aftager gradvist mod det strukturelle niveau, men i stedet falder markant under det strukturelle niveau. Dette vil skabe et behov for en længerevarende periode med lavere løn- og prisstigninger for at genvinde konkurrenceevnen og genoprette beskæftigelsen.

II.4 AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

Indhold i afsnittet

I dette afsnit præsenteres forventningerne til dansk økonomi frem mod 2030. Afsnittet viser indledningsvist, at dansk økonomi havde et stærkt udgangspunkt før krigen i Ukraine – også sammenlignet med andre lande. Dernæst præsenteres hovedtræk i konjunkturvurderingen, hvorefter udvalgte dele uddybes.

HØJT AKTIVITETSNIVEAU I DANSK ØKONOMI

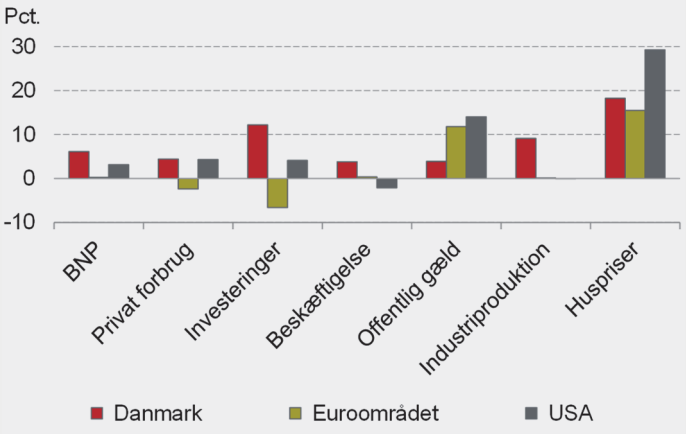
Højt aktivitetsniveau i Danmark i forhold til andre lande, …

Siden foråret 2021 har Danmark oplevet stor fremgang i den økonomiske aktivitet ovenpå coronapandemien, og aktivitetsniveauet er højt i dansk økonomi – også sammenlignet med andre lande. Figur II.24 sammenligner Danmark med euroområdet og USA for en række indi-

katorer for fjerde kvartal 2021 i forhold til fjerde kvartal 2019, umiddelbart før pandemien brød ud. I fjerde kvartal 2021 var BNP 6,1 pct. over niveauet i fjerde kvartal 2019. Siden pandemiens udbrud har Danmark dermed oplevet en større fremgang i BNP end både USA og euroområdet. I euroområdet var BNP eksempelvis kun omtrent tilbage på niveauet forud for pandemien i fjerde kvartal 2021, mens fremgangen i USA kun var omtrent halvt så stor som i Danmark. Danmark skiller sig især ud med en høj vækst i investeringerne, men en høj forbrugsvækst har også trukket en væsentlig del af den danske fremgang. Den danske industriproduktion skiller sig også ud med en fremgang på 9 pct., mens der ikke har været fremgang i industriproduktionen i hverken USA eller euroområdet gennem pandemien.

FIGUR II.24 STATUS EFTER PANDEMIEN

Danmark er på en lang række parametre kommet bedre igennem coronapandemien end euroområdet og USA, når man sammenligner 4. kvartal 2021 med 4. kvartal 2019.



Anm.: Søjlerne viser den procentvise ændring fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. For offentlig gæld (opgjort som andel af BNP) vises ændringen i pct.point.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

… også på arbejdsmarkedet

Den mere positive udvikling i Danmark kommer også til udtryk på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen i fjerde kvartal 2021 kun i Danmark overgik niveauet forud for pandemien. Til sammenligning lå beskæftigelsen i USA fortsat 2 pct. under niveauet før pandemien, mens beskæftigelsen i euroområdet netop var nået tilbage på før-krise-niveauet. Den mere gunstige situation i Danmark afspejles også i en

mindre stigning i den offentlige gæld under pandemien. Et område, hvor Danmark til gengæld ikke skiller sig ud, er den markante fremgang i boligpriserne under pandemien. Selvom der har været fart på det danske boligmarked, er huspriserne steget betragteligt mere i USA, og i euroområdet har væksten kun været en smule mindre end i Danmark. Det kan indikere, at midlertidige coronarelaterede forhold kan forklare en del af fremgangen i boligpriserne på tværs af lande under pandemien, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

BNP blev langt højere end skønnet

Udviklingen i dansk økonomi er ikke blot positiv i forhold til andre lande, men har også overrasket i forhold til prognoserne offentliggjort efter udbruddet af coronakrisen. Opgjort som årsgennemsnit var BNP i 2021 2,5 pct. højere end niveauet i 2019 ifølge de nyeste tal fra Danmarks Statistik. I juni 2020 var skønnet, at væksten fra 2019 til 2021 ville være lav, men positiv (ca. 1 pct.), jf. *Prognoseopdatering juni 2020*. Den seneste prognose pegede på en vækst på ca. 1¾ pct. fra 2019 til 2021, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Trods endnu en opblussen af corona henover vinteren blev væksten endnu højere end ventet i efteråret. Dette understøtter billedet af, at dansk økonomi er kommet solidt gennem coronakrisen.

Højkonjunktur i Danmark

Danmark befandt sig i en begyndende højkonjunktur i slutningen af 2019, inden coronapandemien brød ud, og højkonjunkturen er tilbage med fuld kraft i starten af 2022, hvor dansk økonomi står stærkt, også i forhold til USA og euroområdet.

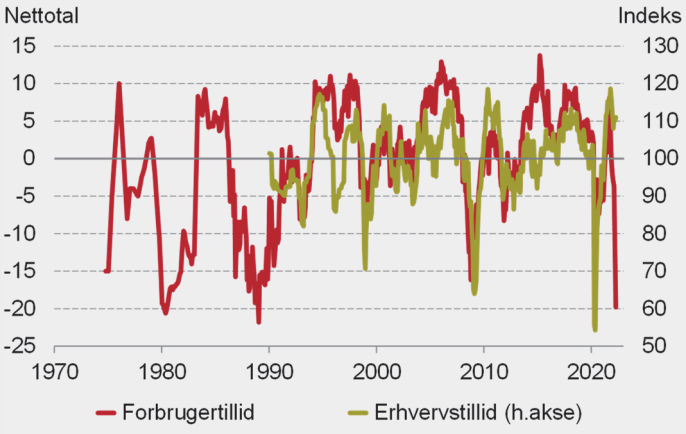
KRIG I UKRAINE DÆMPER VÆKSTUDSIGTERNE

Uklart billede

Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar 2022 har forstærket de prisstigninger, der allerede inden var set for energi og mange andre råvarer. Samtidig er renterne steget, og usikkerheden er tiltaget. Dette indebærer en international vækstafdæmpning, jf. afsnit II.2, og lægger også en dæmper på udsigterne for dansk økonomi. Den seneste tids udvikling har ført til et kraftigt fald i forbrugertilliden, som overgår faldet i forbindelse med finanskrisen og er på niveau med oliekrisen i 1974 og tilbageslagene i 1980'erne. Billedet er dog uklart, for erhvervslivets forventninger er ikke faldet i nær samme omfang, jf. figur II.25.

FIGUR II.25 TILLIDSINDIKATORER

Forbrugertilliden faldet markant og er på niveau med finanskrisen, oliekrisen i 1974 og tilbageslagene i 1980'erne. Sædvanligvis følges tillidsindikatorerne for forbrugere og erhvervslivet ad, men erhvervslivets tillidsindikator er fortsat på et højt niveau.



Anm.: Seneste observation er april for både forbrugerforventninger og erhvervstillid. Egen sæsonkorrektion af forbrugerforventninger. I perioden 1974-77 var der kun forbrugerforventningsundersøgelse i enkeltstående måneder, disse tal er ikke sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Realøkonomisk forløb afhænger af udviklingen i krigen

Krigens forløb og de økonomiske konsekvenser heraf er forbundet med betydelig usikkerhed, og prognoser for udviklingen i international og dansk økonomi i de kommende år kan ikke ses uafhængigt heraf. Nærværende prognose bygger på en række forudsætninger, blandt andet om krigens forløb, jf. boks II.8. Hovedtallene i fremskrivningen fremgår af tabel II.2.

BOKS II.8 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. Konjunkturvurderingen lægger de reviderede nationalregnskabstal til og med 4. kvartal 2021, som blev offentliggjort d. 31. marts 2022, til grund samt diverse indikatorer, der rækker ind i første halvår, herunder BNP-indikatoren for 1. kvartal, som blev offentliggjort d. 16. maj.

Udland og finansielle forhold
De internationale vækstforudsætninger baseres på IMF's hovedscenarie fra april 2022, jf. afsnit II.2. Det indebærer en vækst på de danske eksportmarkeder på ca. 3¼ pct. i 2022 og godt 2½ pct. i 2023. Valutakurser forudsættes konstant på niveauet fra april måned, og olieprisen forventes at have et årsniveau på ca. 105 dollar pr. tønde i år og godt 90 doller i 2023. Det forudsættes, at ECB sætter renten op tre gange med 25 basispoint i år og yderligere 50 basispoint næste år, hvorved renten er ¾ pct. ved udgangen af 2023. Den danske statsobligationsrente forudsættes at stige til ca. 1½ pct. i løbet af 2022. Desuden lægges det til grund, at de tilbageværende coronarelaterede forsyningskædeforstyrrelser forsvinder i løbet af i år, og at pandemien ikke har nævneværdig økonomisk effekt de kommende år. Endelig lægges til grund, at den høje inflation er midlertidig, men at energipriserne såvel som priser og lønninger generelt vil forblive høje i en årrække, jf. afsnit II.3.

Offentlige finanser
Prognosen lægger den vedtagne politik, herunder udgiftslofterne til og med 2025, til grund. Siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* har der været flere finanspolitiske tiltag, som alt andet lige bidrager til at øge aktiviteten i Danmark. Samlet set vurderes de offentlige udgifter som følge af politiktiltag at være forøget med ca. 15 mia. kr. siden *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Dertil kommer udgifter til flygtninge af et endnu ukendt omfang. Finanspolitikken vurderes samlet set at løfte aktivitetsniveauet med ca. 1¼ pct. i 2022 i forhold til 2019 (dvs. før corona) og øge aktiviteten med ca. ¼ pct. fra 2022 til 2023. Udviklingen i de offentlige finanser beskrives nærmere i afsnit II.6.

Højt udgangspunkt giver høj årsvækst

Efter en meget høj vækst gennem 2021 er der udsigt til en opbremsning af væksten i Danmark. Det skyldes for det første, at Danmark i starten af året befandt sig i en højkonjunktur med et højt efterspørgselsniveau og stort pres på arbejdsmarkedet, hvorved en gradvis normalisering af konjunktursituationen vil trække i retning af lavere vækst de kommende år. Dertil kommer krigen i Ukraine, som i kombination med høj inflation dæmper vækstudsigterne. Samlet set ventes omtrent stilstand i dansk økonomi i gennem året, men givet det høje udgangspunkt i slutningen af 2021 vil det indebære en årsvækst i BNP på ca. 3½ pct. I løbet af næste år ventes BNP at være bragt omtrent ned på det strukturelle niveau som følge af svag vækst i 2023, og i de efterfølgende år ventes BNP at følge den strukturelle vækst, jf. figur II.26.

TABEL II.2 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN

Der er udsigt til høj vækst i år i forhold til niveauet sidste år, en beskæftigelse markant over det strukturelle niveau samt en høj inflation og tiltagende lønstigninger.

	2021	2021	2022	2023	2030 a)
	Mia. kr.	----------	Realvækst, pct.		----------
Privat forbrug	1.139	4,2	2,1	1,6	2,2
Offentligt forbrug	609	3,7	1,0	0,4	1,0
Offentlige investeringer	87	4,3	-3,9	7,0	1,4
Boliginvesteringer	140	6,1	0,6	-1,0	0,1
Erhvervsinvesteringer	333	5,8	1,6	-2,8	1,4
Lagerændringer	22	0,3	0,0	-0,2	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.329	4,7	1,5	0,4	1,7
Eksport	1.487	7,8	5,8	2,5	1,9
Import	1.320	8,2	2,5	2,5	2,4
Bruttonationalprodukt	2.497	4,7	3,5	0,6	1,4
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		5,2	3,2	2,6	1,7
	1.000 pers.	---------	Ændring i 1.000 pers.		---------
Strukturel arbejdsstyrke	3.014	19	17	14	7
Arbejdsstyrke	3.055	51	45	-23	2
Beskæftigelse	2.961	77	80	-38	-1
		----------	1.000 pers.		----------
Nettoledighed		94	58	74	96
Beskæftigelsesgap		46	106	52	0
		----------	Pct.		----------
Forbrugerpriser		2,1	4,9	2,5	1,9
Timelønsomkostninger		2,6	3,6	4,6	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse		10,6	4,5	-0,8	3,0
Timeproduktivitet, private byerhverv		1,4	-0,5	2,3	1,5
Rente, 10-årig dansk statsobligation		0,0	1,1	1,5	1,1

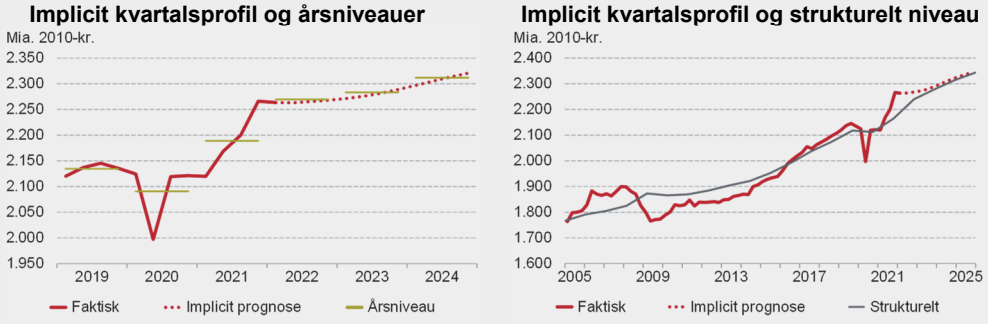
a) Den sidste søjle viser niveauet i 2030 for ledighed, beskæftigelsesgap og rente. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2023 til 2030.

Anm.: Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse målt i personer. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. BNP i aftagerlandene angiver den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks ni primære aftagerlande. Renten er angivet som årsgennemsnit.

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

FIGUR II.26 IMPLICIT KVARTALSPROFIL FOR BNP

Trods en forventning om stilstand i dansk økonomi gennem 2022 indebærer den høje vækst gennem 2021, at årsvæksten fra 2021 til 2022 bliver ca. 3½ pct., jf. venstre figur. Med en forventning om svag vækst i 2023, vil output gap omtrent blive lukket i løbet af næste år, jf. højre figur.



Anm.: Frem til fjerde kvartal 2021 viser den røde kurve nationalregnskabets seneste offentliggørelse af BNP pr. 29. april 2022 forlænget med BNP-indikatorens bud på væksten i første kvartal (-0,1 pct. k/k). Med prikket rød vises en implicit kvartalsprofil for BNP, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater. Årsniveauerne for BNP er vist i venstre figur med vandrette grønne linjer. Udviklingen i strukturelt BNP er vist i højre kurve med grå kurve.

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

Høj inflation og afdæmpet efterspørgsel

Den afdæmpede vækst i Danmark er bredt sammensat. Den afdæmpede vækst på de danske eksportmarkeder reducerer direkte eksportvæksten. Der ventes en inflation i år på ca. 5 pct. og en lønstigning på godt 3½ pct. Dette udhuler husholdningernes reale købekraft, hvilket dels svækker det private forbrug i år, dels leder til højere lønstigninger næste år. Udhuling af real købekraft og stigende renter vurderes at indebære en afdæmpning på boligmarkedet ovenpå hastigt stigende boligpriser under coronakrisen. Nedenfor beskrives udvalgte dele af prognosen nærmere. Prognosen er desuden dokumenteret i et baggrundsnotat, hvor der blandt andet sammenlignes med seneste prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

Betydelige, nedadrettede risici

Den økonomiske udvikling er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Risikofaktorerne for international økonomi er uddybet i afsnit II.2, men da de også har betydning for dansk økonomi, nævnes de kort her. For europæisk økonomi er risiciene primært knyttet til krigen i Ukraine, herunder risikoen for en afbrydelse af gassen fra Rusland til Europa. For international økonomi i

mere bred forstand er der fortsat betydelig risiko knyttet til afledte effekter af pandemien, herunder nedlukninger i Kina, der øger forsyningskædeforstyrrelserne. Hertil kommer de forventede rentestigninger fra såvel den europæiske som den amerikanske centralbank, der risikerer at svække efterspørgslen så meget, at økonomierne havner i en recession. Det store kapacitetspres i kombination med den høje inflation i såvel Danmark som USA risikerer desuden at øge lønmodtagernes lønkrav. Bliver den realiserede lønvækst højere samtidig med, at virksomhederne står overfor en længere periode med høje energi- og materialepriser, risikerer det at igangsætte en accelererende løn- og prisspiral. Det kan føre til en periode med stagflationslignende tilstande, hvor inflationen er høj og væksten lav.

AFMATNING AF EKSPORT OG ERHVERVSINVESTERINGER

Lavere efterspørgsel fra udlandet

I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* er den sammenvejede vækst på de primære danske eksportmarkeder nedjusteret med ca. 1½ pct.point i år til en vækst på ca. 3¼ pct. Dette indebærer en svag vækst gennem året. Nedjusteringen af væksten skyldes hovedsageligt udbruddet af krigen i Ukraine, jf. afsnit II.2. Dette giver alt andet lige et negativt bidrag til dansk eksport. Eksporten påvirkes desuden negativt af forsyningskædeforstyrrelserne, idet det øger virksomhedernes mangel på materialer og giver længere leveringstider. De seneste eksporttal, som dækker marts måned, peger på højt niveau for dansk eksport i starten af året – også når der renses for kraftigt stigende priser. På denne baggrund og i lyset af de fortsat høje erhvervsforventninger lægges det til grund, at eksporten udviser en svag vækst gennem året, hvilket giver en årsvækst på ca. 5¾ pct. fra 2021 til 2022. Udviklingen indebærer, at "Danmarks markedsandel" – forstået som samlet eksport i forhold til sammenvejet BNP på de danske eksportmarkeder – fortsætter genopretningen fra sidste år, jf. figur II.27.

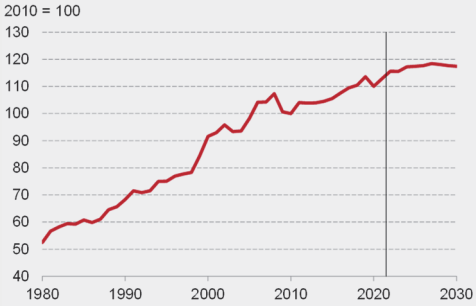
Afdæmpet investeringsvækst

Et højt investeringsniveau i erhvervslivet har det seneste år bidraget til det høje aktivitetsniveau i dansk økonomi. De mere afdæmpede vækstudsigter, herunder på de danske eksportmarkeder, samt øget usikkerhed ventes at dæmpe investeringslysten, så investeringsniveauet reduceres de kommende år. I 2022 forventes svag vækst igennem året i de samlede erhvervsinvesteringer, hvilket svarer til en årsvækst på ca. 3½ pct., efterfulgt af et fald på ca. 6 pct. i 2023. Forholdet mellem det reale kapitalapparat og arbejdskraft opgjort i timer (KL-forholdet) i de private byerhverv oversteg det trendmæssige forhold under coronakrisen, da beskæftigelsen var relativ lav, samtidig med at højt investeringsniveau øgede kapitalapparatet. Afdæmpede investeringer

de kommende år i kombination med en gradvis tilpasning af arbejdskraften til det skønnede strukturelle niveau indebærer, at KL-forholdet frem mod 2030 skønnes at bevæge sig omtrent på den trendmæssige bane, jf. figur II.28.

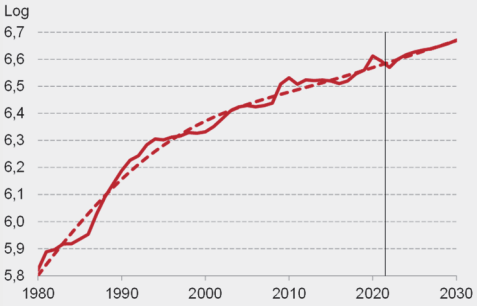
FIGUR II.27 MARKEDSANDEL

Eksporten stiger mere end sammenvejet vækst på danske eksportmarkeder.



FIGUR II.28 KL-FORHOLD

De kommende år ventes en mere afdæmpet udvikling i erhvervsinvesteringerne og et KL-forhold på den trendmæssige bane.



Anm.: Markedsandelen i venstre figur er samlet dansk eksport i forhold til sammenvejet BNP på de danske eksportmarkeder (opgjort realt). KL-forholdet i højre figur måles som det reale kapitalapparat i forhold til antal erlagte timer og er beregnet for de private byerhverv. Den stiplede kurve viser det trendmæssige KL-forhold.

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

Potentiel acceleration i den grønne omstilling

I tillæg til de umiddelbare effekter af krigen i Ukraine er der også en række potentielle effekter på længere sigt. De betydelige energiprisstigninger samt den genopblussede konflikt mellem Vesten og Rusland har ført til et øget fokus på forbruget af fossile brændsler, og det har givet anledning til politiske udmeldinger om uafhængighed af russisk olie og gas frem mod 2030. En omstilling af energiforsyningen vil øge energipriserne i en længere periode, hvilket kan accelerere omstillingen hos både forbrugere og virksomheder og øge investeringerne. Tendensen til grøn omstilling kan komme danske virksomheder, der er specialiserede i grøn energi, til gavn og derigennem understøtte produktion og eksport de kommende år.

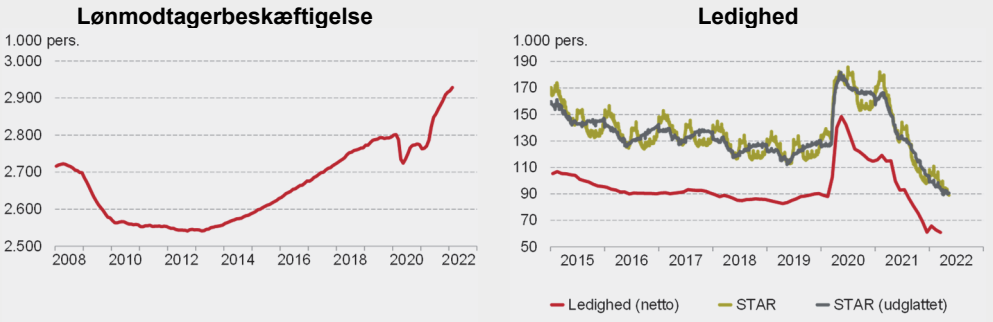
HØJ BESKÆFTIGELSE NORMALISERES GRADVIST

Markant beskæftigelses-fremgang i 2021, ...

Beskæftigelsen er i løbet af 2021 steget i et hidtil uset tempo med 164.000 flere beskæftigede lønmodtagere på ét år fra februar 2021 til februar 2022, jf. figur II.29. En del af fremgangen skal ses i lyset af, at beskæftigelsen i begyndelsen af 2021 var påvirket af nedlukninger, men også målt i forhold til situationen inden pandemiens begyndelse er beskæftigelsen steget betragteligt. Lønmodtagerbeskæftigelsen var i februar 2022 næsten 130.000 personer højere end niveauet i begyndelsen af 2020. Den samlede beskæftigelse, som opgjort i nationalregnskabet, var 114.000 personer højere i fjerde kvartal 2021 end i fjerde kvartal 2019, og steg yderligere med 0,9 pct. (svarende til ca. 28.000 personer) i første kvartal ifølge Danmarks Statistiks beskæftigelsesindikator. Den markante stigning i beskæftigelsen i forhold til før corona undersøges nærmere i afsnit II.5.

FIGUR II.29 BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Beskæftigelsen er steget betydeligt gennem 2021, og ledigheden er på det laveste niveau i mere end ti år. Nyeste tal fra STAR peger på, at faldet i ledigheden tenderer at stoppe i begyndelsen af maj.



Anm.: Seneste observation er februar 2022 for lønmodtagerbeskæftigelsen, marts 2022 for den registerbaserede nettoledighed og d. 15. maj 2022 for STAR's dagsopgørelse af bruttoledigheden (egen sæsonkorrektion af sidstnævnte er vist med grå kurve).

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

... faldende ledighed og betydelig udvidelse af arbejdsstyrken

Ledigheden er over samme periode faldet til det laveste niveau i mere end ti år, og nyeste dagsobservationer for ledighedsudviklingen fra STAR peger på, at faldet i ledigheden er aftaget i maj måned, jf. figur II.29. Faldet i ledigheden har været noget mindre end stigningen i beskæftigelsen, og mere end tre fjerdedele af beskæftigelsesfremgangen i forhold til begyndelsen af 2020 er dermed sket via en udvidelse af

arbejdsstyrken. Udvidelsen af arbejdsstyrken kan tilskrives flere forhold, blandt andet en betydelig stigning i erhvervsfrekvensen for personer under 25 år og for ikke-vestlige efterkommere, jf. boks II.9.

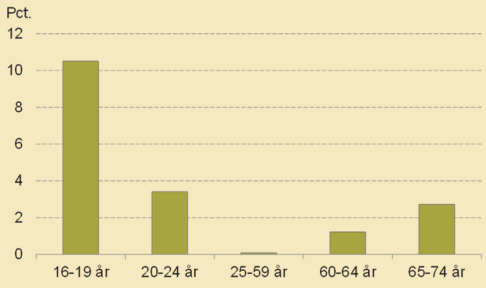
BOKS II.9 ÆNDRING I ERHVERVSFREKVENSER FRA 2019 TIL 2021

En betydelig del af beskæftigelsesstigningen er som nævnt sket gennem en udvidelse af arbejdsstyrken. Udviklingen i erhvervsfrekvenser kan undersøges frem til september 2021 på baggrund af registerdata, jf. også afsnit II.5. Nedenfor sammenlignes med erhvervsfrekvenserne to år tidligere, dvs. i september 2019 før udbruddet af corona.

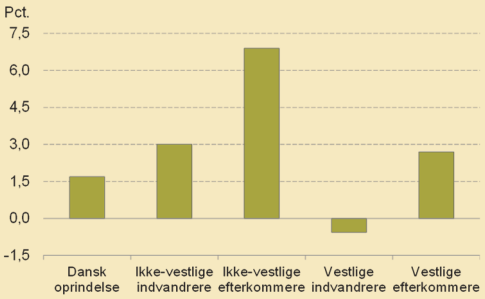
Erhvervsfrekvensen er steget 1,3 pct.point fra september 2019 til september 2021 fordelt på en stigning på 1,0 pct.point for mænd og 1,7 pct.point for kvinder.

Der er en betydelig forskel i, hvor meget erhvervsfrekvensen er steget på tværs af alders- og herkomstgrupper. Aldersgruppen 16-19 år har den største stigning på 10,5 pct.point, jf. figur A, og fordelt efter herkomst har ikke-vestlige efterkommere med en stigning på 6,9 pct.point haft den største stigning, jf. figur B. Selvom aldersgruppen 16-19 år har haft den største stigning i erhvervsfrekvensen bidrager denne gruppe relativt lidt til det samlede arbejdsudbud, da gruppen omfatter relativt få personer. Opgjort i antal har personer i aldersgruppen 25-59 år og personer med dansk oprindelse bidraget mest til stigningen i det samlede arbejdsudbud.

FIGUR A ALDER



FIGUR B HERKOMST



Anm.: Figuren viser ændringen i erhvervsfrekvensen fra september 2019 til september 2021. I opgørelsen indgår ikke selvstændige erhvervsdrivende, da der ikke er oplysninger på månedsbasis for denne gruppe.

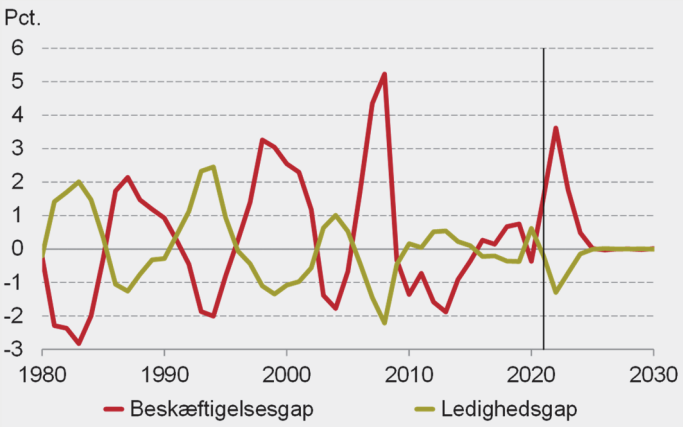
Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

Stigning i beskæftigelsesgap kommer ca. 1/3 fra ledighedsgap

Fra 2019 til 2022 udvides beskæftigelsesgap med knap 3 pct.point, hvoraf ca. en tredjedel kommer fra en udvidelse af ledighedsgap og ca. to tredjedele fra arbejdsstyrkegap. En ændring i beskæftigelsesgap er sædvanligvis sammensat af en ændring i ledighedsgap på ca. ¼-½ af ændringen i beskæftigelsesgap, mens resten stammer fra en ændring i arbejdsstyrkegap, jf. figur II.30.[14] Den nuværende store ændring i arbejdsstyrkegap er dermed i tråd med den historiske tendens.

FIGUR II.30 BESKÆFTIGELSES- OG LEDIGHEDSGAP

Beskæftigelsesgap skønnes at blive ca. 3½ pct. i år, mens ledighedsgap bliver ca. -1¼ pct. Størrelsen på ledighedsfaldet i år er i tråd med den historiske samvariation mellem beskæftigelses- og ledighedsgap.



Anm.: Beskæftigelsesgap er beskæftigelsen i personer opgjort i procent af den strukturelle beskæftigelse. Ledighedsgap er bidraget til output gap fra ledighed, og det er opgjort som ledighedsprocenten (nettoledighed i forhold til arbejdsstyrke) minus strukturel ledighedsprocent.

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

Pres på arbejdsmarkedet

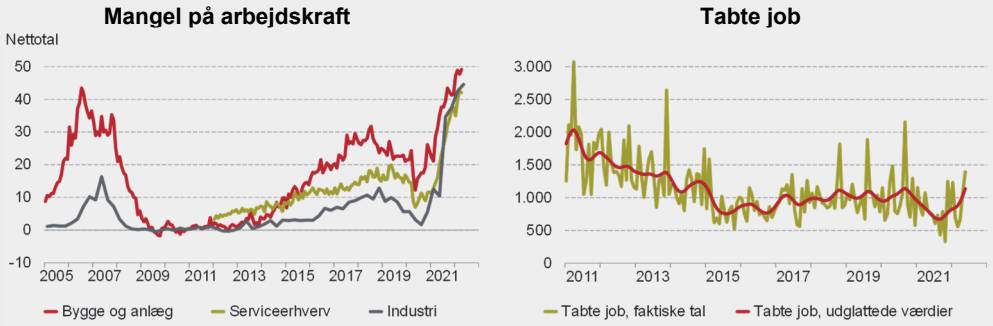
Det høje beskæftigelsesniveau afspejler, at der har været et betydeligt pres på arbejdsmarkedet, særligt i sidste halvdel af 2021 og i starten af 2022. Op mod halvdelen af virksomhederne melder om kapacitetsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft – og det gælder bredt henover brancher, jf. figur II.31. Antallet af jobannoncer ligger desuden på et historisk højt niveau, og en tredjedel af virksomhederne

14) I De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model SMEC er det forudsat, at en ændring i beskæftigelsesgap som udgangspunkt giver sig udslag i, at halvdelen kommer i form af ændret ledighedsgap og resten fra ændring i arbejdsstyrkegap.

melder om rekrutteringsudfordringer. Der er tegn på, at presset ikke er tiltaget yderligere i begyndelsen af 2022; eksempelvis har der været et lille fald i antallet af jobannoncer i marts, og antallet af tabte job er steget til et mere almindeligt niveau de seneste måneder. Krigen i Ukraine, den betydelige usikkerhed samt den høje inflation vil forventeligt dæmpe presset på arbejdsmarkedet yderligere, men fra et højt niveau.

FIGUR II.31 ARBEJDSMARKEDSINDIKATORER

Andelen af virksomheder, der melder om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft, er steget markant det seneste år og ligger på et højt niveau. Samtidig er antallet af tabte job som følge af konkurser dog steget og er omtrent på niveau med årene før pandemien.



Anm.: Venstre figur viser virksomhedernes svar på, hvorvidt deres produktion er begrænset af arbejdskraftmangel. Nettotal udtrykker forskellen imellem procentandelene af virksomheder, vægtet efter beskæftigelse, der har angivet hhv. positiv og negativ udvikling. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er 2. kvartal 2022 for industri og april 2022 for byggeri og service. Højre figur viser jobtabet (opgjort i fuldtidsjob) i konkursramte virksomheder. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og NYT nr. 157.

Coronarelateret beskæftigelse frigives gradvist

En del af kapacitetsudfordringerne på arbejdsmarkedet kan i løbet af 2022 blive afhjulpet af, at den coronarelaterede beskæftigelse gradvist bliver frigivet. Nationalbanken har på baggrund af en spørgeskemaundersøgelse skønnet, at test- og vaccinationsindsatsen har beskæftiget knap 25.000 personer, jf. Danmarks Nationalbank (2022a). Hertil kommer, at der i særligt 2020, men også i 2021 og de første måneder af 2022 har været ekstraordinært mange personer på sygedagpenge som følge af covid-19-smitte.[15]

15) Ifølge tal fra Jobindsats var der i februar og marts 2022 133.000 henholdsvis 123.000 fuldtidspersoner på sygedagpenge. Det er det højeste antal i den periode, statistikken dækker over (2004-22). I marts 2022 er antallet omtrent tilbage på det gennemsnitlige niveau på ca. 78.000 fuldtidspersoner.

Stor tilgang af ukrainske flygtninge …

Arbejdsstyrken løftes i år potentielt også af en stor tilgang af ukrainske flygtninge. I midten af maj havde godt 25.000 personer søgt om midlertidig opholdstilladelse efter særloven om personer fordrevet fra Ukraine. Regeringen forventer, at Danmark vil modtage op mod 100.000 flygtninge fra Ukraine. Der er indgået en række politiske aftaler, som giver ukrainerne hurtigere adgang til det danske arbejdsmarked end andre flygtninge.

… med usikker beskæftigelseseffekt

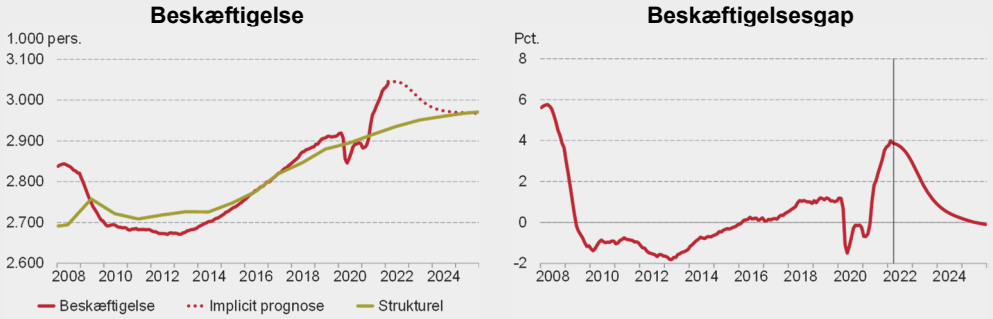
I januar 2022 var der ca. 8.000 beskæftigede ukrainske statsborgere med bopæl i Danmark, hvoraf mere end halvdelen havde erhverv som opholdsgrundlag. De beskæftigede ukrainere var fortrinsvist mænd i alderen 25-39 år, hovedsageligt ansat i landbruget. De ukrainere, der kommer til Danmark i år, adskiller sig væsentligt fra denne gruppe. Først og fremmest ankommer de ikke med beskæftigelse for øje, men som følge af krigen. Herudover er flygtningene primært kvinder og børn. Mødrenes beskæftigelsesmuligheder afhænger af pasnings- og skoletilbud. Hertil kommer sproglige udfordringer samt forventninger til krigens varighed. Mange vil forvente at kunne vende hjem i løbet af relativt kort tid, hvilket må ventes at svække incitamentet til at etablere sig på det danske arbejdsmarked. En del af de ukrainske flygtninge vil dog formentlig finde beskæftigelse i Danmark, men meget taler for, at beskæftigelseseffekten vil være beskeden. Baseret på erfaringerne med flygtninge fra tidligere sovjetstater peger Rockwool Fonden (2022) eksempelvis på, at beskæftigelseseffekterne de første år kan være beskedne. På baggrund heraf skønnes der at være relativt få ekstra ukrainere i beskæftigelse i 2022 som gennemsnitsbetragtning for året.

Udsigt til fortsat pres på arbejdsmarkedet

Den samlede beskæftigelse skønnes at falde svagt gennem 2022, hvorfor der fortsat vil være et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Som følge af beskæftigelsesstigningen igennem 2021 vil det betyde, at beskæftigelsen vil være ca. 80.000 personer højere i gennemsnit i 2022 i forhold til 2021. I de kommende år ventes en mere afdæmpet efterspørgsel, og i kombination med en skønnet stigning i den strukturelle beskæftigelse på ca. 60.000 personer fra 2022 til 2030 indsnævres beskæftigelsesgap dermed gradvist fra ca. 3½ pct. i år til nul omkring 2025, jf. figur II.32.

FIGUR II.32 HØJT NIVEAU FOR BESKÆFTIGELSEN NORMALISERES GRADVIST

I februar var beskæftigelsesgap ca. 3¾ pct. Der er udsigt til faldende beskæftigelse de kommende år som følge af afdæmpet efterspørgsel. Beskæftigelsesgap ventes at være ca. 3½ pct. som gennemsnit for året i 2022 og ca. 1¾ pct. i 2023. Beskæftigelsen forventes at forblive højere end det strukturelle niveau også ind i 2024.



Anm.: Venstre figur viser den månedlige lønmodtagerbeskæftigelse opregnet til nationalregnskabets årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er februar 2022. Derefter er vist en implicit månedsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelsesskønnene på årsniveau.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

TILTAGENDE LØNSTIGNINGER

Høj inflation og lav ledighed øger lønstigninger

Energipriserne forudsættes at toppe hen imod sommeren, men forblive på et relativt højt niveau så længe verdensøkonomien er præget af krigen i Ukraine, jf. afsnit II.3. For Danmark ventes en inflation på knap 5 pct. i år aftagende til ca. 2½ pct. næste år. En årsinflation over 3 pct. er ikke set i Danmark siden slutningen af 1980'erne. Den høje inflation og meget lave ledighed presser lønstigningerne op. Dog er lønstigningerne typisk lidt forsinkede i forhold til både prisstigninger og ledighedsfald, og derfor ventes lønstigninger på godt 3½ pct. i år tiltagende til godt 4½ pct. næste år. I år vil udviklingen i priser og lønninger dermed indebære et reallønsfald, hvilket kun er sket få år siden 1950, jf. figur II.33.

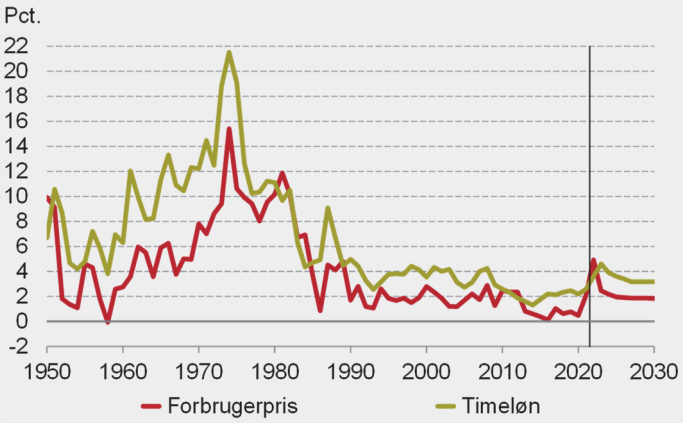
Midlertidigt fald i lønkvoten i år

Set over en længere periode vil (produkt-)reallønnen generelt stige i takt med produktiviteten. De midlertidigt højere løn- og prisstigninger vil dermed løfte løn- og prisniveauet parallelt, sådan at reallønnen på sigt er bestemt af produktiviteten. Sidste år var lønkvoten høj, hvilket skal ses i lyset af det høje pres på arbejdsmarkedet. Den uventede

høje inflation indebærer et midlertidigt fald i lønkvoten i år, som redresseres næste år i form af højere lønstigninger. De kommende års forventede løn- og prisudvikling vil bringe lønkvoten ned. På mellemlang sigt forudsættes en inflation på ca. 1¾ pct. og en timeproduktivitetsvækst i de private byerhverv på knap 1½ pct. samt en lønvækst på knap 3¼ pct. årligt. Dette er i overensstemmelse med en antagelse om en konstant lønkvote på mellemlang sigt.

FIGUR II.33 PRIS- OG LØNSTIGNINGER

Inflationen er høj i år, hvilket ventes at give et reallønsfald, mens tiltagende lønstigninger næste år vil sikre en reallønsfremgang. For de to år set under ét er der tale om en beskeden reallønsfremgang.



Anm.: I figuren er forbrugerprisen nationalregnskabets deflator for det private forbrug, og timelønnen er timelønsomkostningerne i industrien.

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

HUSHOLDNINGERNES KØBEKRAFT UDHULES

Realindkomsten skønnes at falde ca. 2½ pct. i år

Udviklingen i husholdningernes reale indkomst påvirkes af flere faktorer i 2022. På den ene side betyder faldet i reallønnen i år, at købekraften blandt de beskæftigede udhules. Personer på overførselsindkomst vil også opleve et fald i den reale indkomst, da indkomstoverførslerne som følge af satsreguleringen følger lønstigningerne med to års forsinkelse, jf. også afsnit II.3. Stigningen i overførselsindkomsterne i år vil derfor ikke være tilstrækkelig til at kompensere for prisstigningerne.

Sammenlignet med 2021 påvirkes indkomsterne også negativt af bortfaldet af den ekstraordinære udbetaling af feriepengene. På den anden side trækker den kraftige beskæftigelsesfremgang op i de samlede indkomster, ligesom udbetalingen af en varmecheck til udvalgte husholdninger også vil virke understøttende for forbruget. Det skønnes samlet set, at husholdningernes reale indkomst falder omkring 2½ pct. i 2022 sammenlignet med 2021. Et fald i realindkomsten trækker isoleret set i retning af et lavere privat forbrug.

Usikkerhed kan reducere forbruget yderligere

Udover den negative forbrugseffekt gennem lavere realindkomster kan øget usikkerhed lægge en dæmper på husholdningernes forbrugslyst. Øget usikkerhed kan være en del af forklaringen på, at forbrugertilliden er faldet markant siden Ruslands invasion af Ukraine til det laveste niveau siden under finanskrisen i 2008. Historisk ses en lav forbrugertillid ofte samtidig med, at det private forbrug er lavere, end realindkomst og formue kan forklare. Indtil videre peger Danske Banks forbrugsindikator dog på, at forbruget ikke (heller ikke i reale termer) er faldet i nær det omfang, som forbrugertilliden kunne indikere, jf. figur II.34.

Højere priser påvirker husholdningerne forskelligt

De stigende forbrugerpriser, der især er set på energi, påvirker ikke alle husholdninger ens, eftersom der er forskelle i sammensætningen af forbruget. Da husholdningerne også har forskellige forbrugstilbøjeligheder, jf. eksempelvis Kuchler og Jørgensen (2017), kan det have betydning for gennemslaget på det samlede private forbrug, hvordan prisstigningerne er fordelt i befolkningen. Danmarks Statistiks husstandsopdelte forbrugerprisindeks viser, at priserne er steget lidt mindre det seneste år for arbejdsløse, uddannelsessøgende og for den laveste indkomstgruppe sammenlignet med andre grupper, jf. boks II.10. Da forbrugerpriserne især er steget for naturgas, hænger dette sammen med, at husstande med lavere indkomster i mindre grad har naturgas som opvarmningsform, jf. Danmarks Statistik (2022d).

Høje energipriser rammer især husstande med gasfyr

Opvarmningsform i boligen har i den aktuelle situation betydning for, hvor store prisstigninger husholdningerne har oplevet. Godt 400.000 boliger opvarmes i Danmark med naturgas, hvilket svarer til hver syvende bolig, jf. Danmarks Statistik (2022a). Disse boliger er især koncentreret i Nord- og Østsjælland. Ifølge Danmarks Nationalbank (2022d) har husholdninger, der anvender naturgas, samlet set højere indkomster, lidt større likvide formuer og anvender en lidt lavere andel af deres indkomst på forbrug end øvrige grupper. Disse husholdninger har derfor alt andet lige også bedre mulighed for at øge forbrugsudgifterne, når priserne stiger, da de i større omfang kan trække på likvid formue. Da forbrugerpriserne samlet set er steget mere for husholdninger med højere indkomster, taler dette for, at den negative effekt på

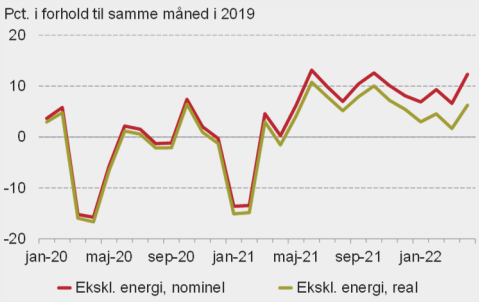
det reale forbrug af de højere forbrugerpriser kan blive mindre, end hvis prisstigningerne havde ramt mere gennemsnitligt i befolkningen.

Højere formuer kan virke som stødpude for forbruget i en periode

Et andet forhold, der trækker i retning af en mindre negativ forbrugseffekt, er den formuestigning, som husholdningerne har oplevet igennem 2021, jf. Danmarks Statistik (2022b). Stigningen i formuerne i 2021 afspejler blandt andet de store prisstigninger på boligmarkedet, som har øget boligejernes friværdier. Dertil kommer, at en del af de udbetalte feriepenge kan være sparet op i stedet for at være gået til forbrug. Husholdningerne kan, i hvert fald for en periode, vælge at benytte de højere opsparinger som en stødpude for forbruget, hvilket vil mindske det negative gennemslag fra faldet i købekraften. Vælger husholdningerne at trække på formuerne, vil det medføre en højere forbrugskvote for en periode, da forbruget i nominelle termer i så fald vil udgøre en større andel af den disponible indkomst.

FIGUR II.34 DANKORTFORBRUG

Danske Banks forbrugsindikator peger på omtrent samme forbrugsniveau i starten af 2022 som i slutningen af 2021 – og svagt fald, hvis der renses for prisstigninger.



FIGUR II.35 FORBRUGSKVOTE

Forbrugskvoten øges i år, når den kortsigtede indkomst lægges til grund. Dermed fortsættes den underliggende stigning, der er set i perioden efter finanskrisen.

Anm.: Kortomsætningen i venstre figur viser forbruget foretaget med kort og MobilePay af ca. 1 mio. danske Danske Bank-kunder. Forbruget er opgjort ekskl. energi, hvilket i data primært dækker over benzinforbrug. Den nominelle serie er ikke korrigeret for prisudviklingen, mens den reale serie viser den nominelle serie deflateret med forbrugerprisindekset ekskl. energi. Seneste observation er april 2022. Forbrugskvoten i højre figur er defineret som det private forbrug i løbende priser relativt til SMEC's kortsigtede disponible indkomst (kerneindkomst bestående af indkomstoverførsler og lønindkomst efter skat tillagt engangsbetalinger, herunder af udbetaling af indefrosne feriepenge i 2020-21 samt tilbagebetaling af ejendomsskat i 2022-23).

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

Stilstand i forbruget gennem året

Der er samlet set mange faktorer, som kan tænkes at påvirke det private forbrug de kommende par år, og flere af dem trækker i retning af en afdæmpet forbrugsudvikling. Det skønnes på denne baggrund, at det reale forbrug forbliver omtrent uændret gennem 2022. Givet det høje udgangspunkt ved udgangen af 2021 vil forbrugsniveauet for 2022 som årsgennemsnit dog stadig være ca. 2 pct. højere end i 2021. Dette indebærer, at forbrugskvoten øges i år, jf. figur II.35.

BOKS II.10 FORDELING AF STIGENDE FORBRUGERPRISER I BEFOLKNINGEN

Stigende priser på udvalgte forbrugsgoder rammer som udgangspunkt ikke alle husholdninger ens, da sammensætningen af forbruget varierer på tværs af husholdninger. De aktuelt høje prisstigninger på især naturgas vil eksempelvis i højere grad ramme husholdninger med gasfyr, mens husholdninger med f.eks. fjernvarme omvendt vil opleve en mindre stigning i forbrugsudgifterne, alt andet lige. Det husstandsopdelte forbrugerprisindeks fra Danmarks Statistik kan anvendes til at illustrere, hvordan forbrugsudgifterne har udviklet sig på tværs af befolkningsgrupper det seneste år (fra april 2021 til april 2022), jf. figurerne nedenfor.

Opdeles husholdningerne efter socioøkonomisk status, oplevede størstedelen af grupperne i april en årlig stigning i forbrugerpriserne på mellem 6,5 og 7 pct., jf. figur A. Uddannelsessøgende og arbejdsløse oplevede dog en mindre prisstigning end de øvrige grupper på omkring 5 pct. En væsentlig årsag til dette er, at energipriserne er steget mindre for disse grupper, hvilket afspejler, at husstande med lavere indkomster i mindre grad har naturgas som opvarmningsform, jf. Danmarks Statistik (2022d).

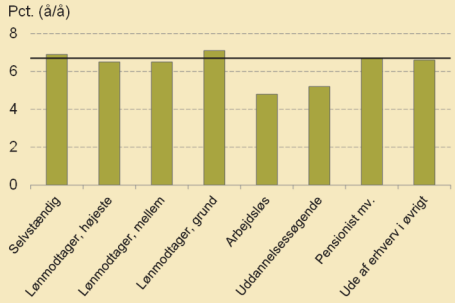
Opdeles husholdningerne efter indkomst, ses en tendens til, at husstande med de laveste indkomster har oplevet en mindre stigning i forbrugerpriserne, jf. figur B. Den laveste indkomstgruppe oplevede i april eksempelvis den mindste prisstigning på 5,9 pct., mens den midterste indkomstgruppe oplevede den største stigning på 6,9 pct. Generelt er der dog tale om mindre forskelle mellem indkomstgrupperne end mellem de socioøkonomiske grupper.

Selvom energiudgifter til boligen typisk udgør en større andel af forbruget for grupper med lavere indkomster (såsom arbejdsløse), illustrerer disse forskelle i prisudviklingen, at det i den aktuelle situation er mere afgørende, hvilken opvarmningsform der anvendes i husstanden.

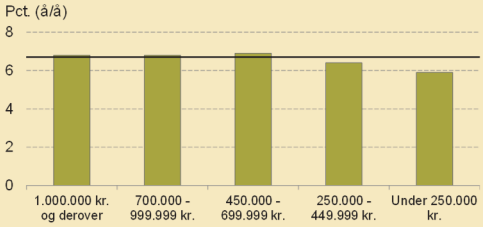
Husholdninger med en højere indkomst har generelt bedre mulighed for at betale de højere priser uden at skulle reducere forbruget i reale termer. Husholdninger med lave indkomster anvender omvendt typisk en større andel af indkomsten på forbrug og har derfor mindre plads til at øge forbrugsudgifterne, når priser stiger. Når prisstigningerne i større omfang har ramt husholdninger med flere midler, taler dette for, at den negative effekt på det reale forbrug af de stigende priser kan blive mindre, end hvis prisstigningerne havde ramt mere gennemsnitligt mellem husholdningerne.

BOKS II.10 FORDELING AF STIGENDE FORBRUGERPRISER I BEFOLKNINGEN, FORTSAT

FIGUR A ARBEJDSMARKED



FIGUR B INDKOMST



Anm.: Figurerne viser den procentvise ændring i det husstandsopdelte forbrugerprisindeks fra Danmarks Statistik fra april 2021 til april 2022. Det husstandsopdelte forbrugerprisindeks illustrerer den gennemsnitlige prisudvikling indenfor hver gruppe. Den vandrette streg markerer den årlige procentvise stigning i det samlede forbrugerprisindeks i april 2022, som var 6,7 pct.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

RENTESTIGNINGER PRESSER BOLIGPRISER NED

Lavere aktivitet på boligmarkedet

Boligmarkedet har det seneste år udviklet sig i et mere afdæmpet tempo sammenlignet med det første år af covid-19-pandemien. Normaliseringen af boligmarkedet kommer til udtryk i et betragteligt fald i handelsaktiviteten igennem 2021 og en mere afdæmpet udvikling i boligpriserne. Samtidig er liggetiderne på boliger til salg og prisnedslagene steget, og der er tegn på, at de seneste par års fald i udbuddet af boliger til salg er ophørt. De mere rolige tilstande på boligmarkedet skal blandt andet ses i lyset af stigende boligrenter, ligesom midlertidige coronarelaterede forhold gradvist har mistet deres betydning, jf. f.eks. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Handelsaktiviteten for huse i hele landet ligger dog fortsat på et højere niveau end ved indgangen til coronakrisen, og både liggetider og udbud befinder sig fortsat på et lavt niveau i et historisk perspektiv. Dette indikerer, at der stadig er pres på boligmarkedet.

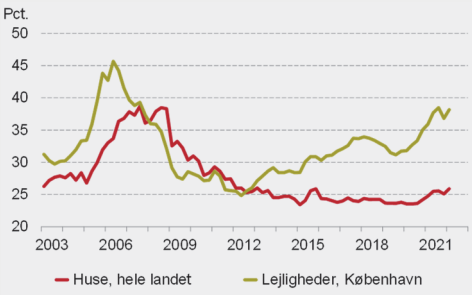
Boligbyrde stabiliseret, men rentestigninger trækker op

De høje boligprisstigninger det første år af pandemien betød, at boligbyrden – dvs. andelen af indkomsten der går til boligudgifter – steg, især for ejerlejligheder i København. Udviklingen i boligbyrden for fjerde kvartal 2021 indikerer, at boligbyrden nu har indfundet sig på et

mere stabilt leje som følge den mere rolige udvikling i boligpriserne, jf. figur II.36. Rentestigningerne er dog taget til i de første måneder af 2022, jf. figur II.37, og sammen med fortsatte – omend afdæmpede – prisstigninger trækker dette isoleret set i retning af en højere boligbyrde i første kvartal af 2022.

FIGUR II.36 BOLIGBYRDE

Boligbyrden er fortsat høj for lejligheder i København.



FIGUR II.37 REALKREDITRENTER

Renterne på boliglån er steget kraftigt de seneste måneder.

Anm.: Boligbyrden er vist for et realkreditlån med fast rente og afdrag. Boligbyrden er beregnet til og med 1. kvartal 2022, jf. baggrundsnotat. Seneste observation for realkreditrenter er april 2022. De viste renter er den effektive rentesats på nyudstedte lån. Renten dækker derfor over både kuponrenten og kurstab (kursgevinst) ved udstedelsen af den bagvedliggende obligation.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Finans Danmark, Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og Statistikbanken samt egne beregninger.

Forskydning over mod variabel rente udgør risiko

Siden udgangen af 2021 er renterne især steget på fastforrentede lån; mens den effektive 30-årige realkreditrente steg 1 pct.point fra december 2021 til april 2022, steg den variable rente 0,7 pct.point. I de seneste måneder har dette givet anledning til en forskydning i nettonyudlånet over mod variabelt forrentede lån, jf. Danmarks Nationalbank (2022b). Dette er et brud med en længerevarende tendens, da den lave faste rente i en længere årrække har gjort det attraktivt at optage fastforrentede lån med sikkerhed mod en rentestigning. Variabelt forrentede lån indebærer en højere risiko, både for den enkelte boligejer og for samfundsøkonomien som helhed, da der er en risiko for, at renten kan stige i fremtiden. En rentestigning kan eksempelvis medføre et fald i det private forbrug og derigennem påvirke den makroøkonomiske stabilitet, jf. også kapitel III.

Modsatrettede effekter på boligpriserne

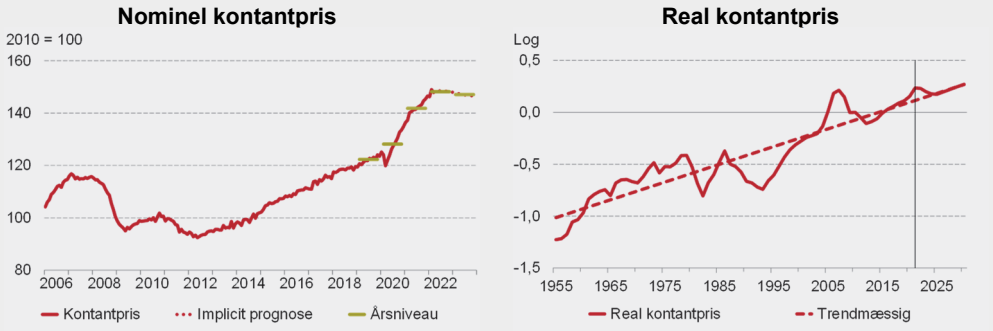
Udviklingen i boligpriserne påvirkes de kommende år af flere modsatrettede forhold. På den ene side er realkreditrenterne allerede steget, og der forventes yderligere rentestigninger særligt igennem 2022. Konkret skønnes den effektive 30-årige realkreditrente at stige ca. ½ pct.point mere til godt 3 pct. frem mod slutningen af 2022. Den negative effekt af højere renter på boligpriserne vil alt andet lige være større i de områder, hvor boligpriserne og dermed boligbyrden er steget mest de seneste år, da der er grænser for, hvor stor en andel boligudgifterne kan udgøre af indkomsten. På den korte bane kan det heller ikke afvises, at højere usikkerhed om de privatøkonomiske forhold som følge af krigen i Ukraine kan dæmpe både udbuddet og efterspørgslen efter boliger. På den anden side er der udsigt til et fortsat højt beskæftigelsesniveau de kommende år, og sammen med det fortsat lave udbud og de korte liggetider understøtter dette boligpriserne. Den nye boligskattereform, som træder i kraft i 2024, ventes primært at få en negativ effekt på ejerlejlighedspriserne, som dog udlignes af en positiv effekt på huspriserne, jf. f.eks. Lange (2019) og Danmarks Nationalbank (2019a). Der kan derfor potentielt opstå en positiv priseffekt på kort sigt som følge af, at nogle boligkøbere vælger at fremrykke boligkøbet for at undgå skattestigningen.

Udsigt til faldende boligpriser

Samlet set forventes stigende boligrenter gradvist at lægge et større nedadrettet pres på boligpriserne gennem året. Dette afspejler både den forventede yderligere rentestigning samt, at højere renter typisk først slår fuldt ud igennem på boligpriserne med en vis forsinkelse. Det kan ikke afvises, at der i løbet af 2022 vil opstå egentlige prisfald på dele af boligmarkedet, særligt i de områder, hvor boligprisstigningerne har været størst, og blandt de boligtyper, hvor energiudgifterne er steget mest, jf. Danmarks Nationalbank (2022c). Samlet set lægges det til grund, at boligpriserne vil udvise et svagt fald hen mod slutningen af 2022, som fortsætter ind i 2023. Dette indebærer, at boligpriserne for året som gennemsnit vil stige ca. 4½ pct. i 2022 og falde ca. ¾ pct. i 2023. Den reale kontantpris vil med denne udvikling fortsat befinde sig godt 10 pct. over den langsigtede trend i 2022 og godt 5 pct. over i 2023, jf. figur II.38.

FIGUR II.38 BOLIGPRISER

Siden foråret 2021 er prisstigningstakten på boliger aftaget. I resten af 2022 og 2023 ventes svagt faldende boligpriser, hvilket vil medføre et fald i den reale kontantpris.



Anm.: Den *nominelle kontantpris* er frem til november 2021 baseret på Danmarks Statistiks prisindeks. Serien er forlænget med de månedlige vækstrater fra Boligsidens prisindeks til og med marts 2022, og derefter vises den implicitte månedsudvikling som er i overensstemmelse med årsudviklingen i kontantprisen. Danmarks Statistiks observationer fra december 2021 og januar 2022 medtages ikke, da disse forventes at blive revideret. Årsniveauerne for 2021-23 er markeret med vandrette, grønne linjer. Den *reale kontantpris* er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den trendmæssige udvikling er estimeret som en loglineær trend over perioden 1955-2021.

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

II.5 MARKANT STIGNING I BESKÆFTIGELSEN SIDEN 2019

Beskæftigelsesgap er udvidet markant fra 2019 til 2021

Dansk økonomi var i begyndende højkonjunktur med en beskæftigelse ca. ¾ pct. over strukturelt niveau, inden coronakrisen ramte i begyndelsen af 2020. Ved indgangen til 2022 var beskæftigelsen endnu højere, og i februar i år skønnes beskæftigelsen at ligge ca. 3¾ pct. over det skønnede strukturelle niveau, jf. afsnit II.4. Ledigheden er i samme periode faldet til det laveste niveau i mere end ti år. Ledighedsfaldet har været noget mindre end stigningen i beskæftigelsen, og mere end trefjerdedele af beskæftigelsesfremgangen er derfor sket via en udvidelse af arbejdsstyrken. I dette afsnit ses nærmere på, hvilke grupper på arbejdsmarkedet der har drevet det markante beskæftigelsesopsving. Indledningsvist belyses udviklingen fordelt på brancher, hvorefter fremgangen fordelt på herkomst og aldersgrupper præsenteres.

Fokus på stigning fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021

Fokus i afsnittet er på stigningen i lønmodtagerbeskæftigelsen sammenholdt med niveauet umiddelbart inden, coronakrisen brød ud. De fleste beskrivelser i afsnittet fokuserer derfor på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Til mere detaljerede opdelinger af beskæftigelsesudviklingen ses på perioden september 2019 til september 2021, hvor der foreligger registerdata for lønmodtagere.

Markant beskæftigelsesfremgang siden 2019

Lønmodtagerbeskæftigelsen er samlet steget 112.500 personer fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021, jf. figur II.39. Den samlede stigning dækker over et beskæftigelsesfald i begyndelsen af pandemien, men en markant stigning igennem 2021. Beskæftigelsesfremgangen omregnet til fuldtidspersoner har været af omtrent samme størrelsesorden som fremgangen opgjort i faktiske personer, da den gennemsnitlige arbejdstid i 4. kvartal 2021 var på omtrent samme niveau som forud for pandemien.

FIGUR II.39 LØNMODTAGERE

Lønmodtagerbeskæftigelsen er steget markant siden 2019.

Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2021.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

STOR BESKÆFTIGELSESFREMGANG INDENFOR SUNDHED

Beskæftigelsesfremgang i både privat og offentlig sektor

Beskæftigelsesfremgangen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 er sket i såvel den private som den offentlige sektor. I private virksomheder og organisationer er 83.200 flere personer kommet i beskæftigelse, mens fremgangen i den offentlige sektor står for de resterende 29.300 personer. Udviklingen er i overensstemmelse med tidligere erfaringer, der

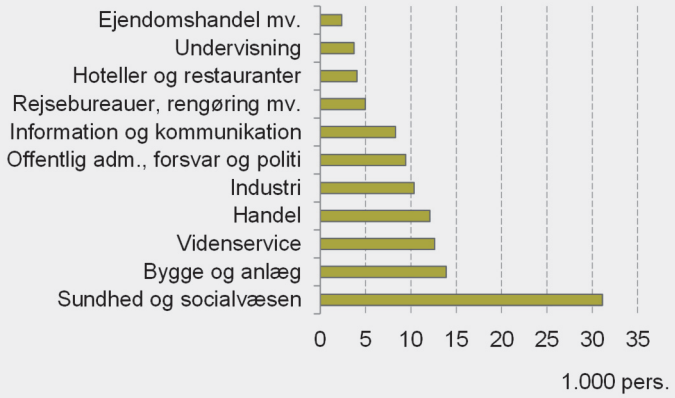
viser, at den offentlige beskæftigelse ofte stiger i forbindelse med en konjunkturfremgang. Stigningen de seneste to år har imidlertid været mere markant end i andre opsving, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

Markant fremgang i *Sundhed og socialvæsen*

Fordelt på brancher er langt den største beskæftigelsesfremgang over perioden sket indenfor *Sundhed og socialvæsen*. Denne branche står for mere end en fjerdedel af den samlede beskæftigelsesfremgang, jf. figur II.40, hvilket skal ses i sammenhæng med den betydelige test- og vaccinekapacitet under pandemien. Produktionen i denne branche sker sædvanligvis primært i den offentlige sektor, men de seneste to år kan en betydelig del af fremgangen indenfor branchen også tilskrives beskæftigelse i den private sektor, jf. boks II.11. Det skal ses i lyset af, at en del af den betydelige testindsats under pandemien har været udliciteret til private aktører. Danmarks Nationalbank (2022a) vurderer, at godt 80 pct. af stigningen i beskæftigelsen indenfor *Sundhed og socialvæsen* over perioden kan tilskrives coronarelateret beskæftigelse. Den næststørste fremgang over perioden er sket indenfor *Bygge og anlæg*, som traditionelt er en konjunkturfølsom branche.

FIGUR II.40 BESKÆFTIGELSESSTIGNING FORDELT PÅ BRANCHER

I løbet af de seneste to år er beskæftigelsen steget mest indenfor branchen *Sundhed og socialvæsen*.



Anm.: Figuren viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Figuren viser udvalgte brancher med en beskæftigelsesfremgang på mere end 2.000 personer. De øvrige brancher bidrager samlet negativt med ca. 300 personer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

BOKS II.11 UDVALGTE BRANCHER FORDELT PÅ SEKTORER

En betydelig del af beskæftigelsesfremgangen de seneste to år er sket i brancherne *Offentlig administration, forsvar og politi* samt *Sundhed og socialvæsen*. Produktionen i disse brancher foregår primært i den offentlige sektor, men der kan også være produktion i den private sektor. Et eksempel er tandlæger, som er private erhvervsdrivende med en produktion i branchen *Sundhed og socialvæsen*. I denne boks vises, hvordan beskæftigelsesfremgangen i de to brancher de seneste to år er fordelt på offentlig henholdsvis privat beskæftigelse.

I branchen *Offentlig administration, forsvar og politi* er beskæftigelsesfremgangen fra september 2019 til september 2021 fordelt med 80,4 pct. i staten, 19,4 pct. i kommunerne og 6,8 pct. i regionerne, jf. tabel A. Branchens beskæftigelse i den private sektor er derimod faldet.

I branchen *Sundhed og socialvæsen* er stigningen i beskæftigelsen fordelt ligeligt mellem regionerne (33,8 pct.), kommunerne (36,5 pct.) og private virksomheder (27,7 pct.). Den relativt store stigning indenfor private virksomheder afspejler oprettelsen af den store testkapacitet under pandemien, som i stort omfang var udliciteret til private virksomheder.

TABEL A BESKÆFTIGELSESSTIGNING I UDVALGTE BRANCHER FORDELT PÅ SEKTORER

	Offentlig administration forsvar og politi	Sundhed og socialvæsen
	---------- Pct. ----------	
Offentlig sektor		
Stat	80,4	•
Regioner	6,8	33,8
Kommuner	19,4	36,5
Sociale kasser og fonde	-1,0	•
Privat sektor		
Offentlige virksomheder	-0,2	•
Private virksomheder	-5,5	27,7
Private non-profit organisationer	•	2,0
	---------- Pers. ----------	
I alt	9.340	27.011

Anm.: Tabellen viser de procentvise ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021. Tallene i tabellen afviger lidt fra figur II.40. Det skyldes, at beregningerne i denne boks trækker på registerdata, hvor det er muligt at opdele på branche og sektor samtidigt.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

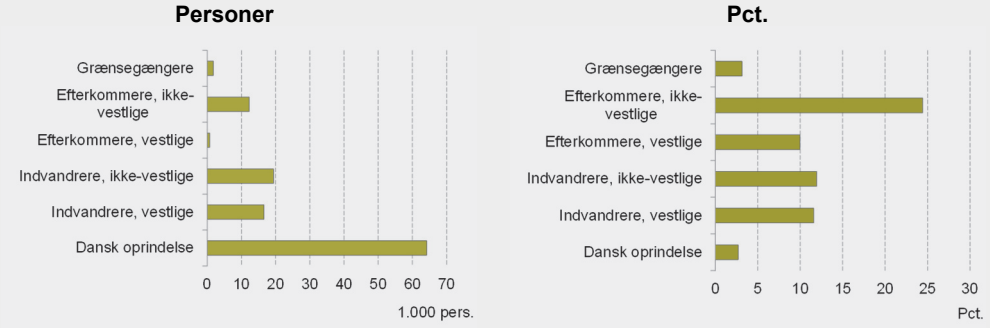
RELATIVT STOR FREMGANG BLANDT INDVANDRERE

Størst fremgang for personer med dansk oprindelse, …

Det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen over perioden 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 stammer fra personer med dansk oprindelse, jf. figur II.41. Denne gruppe står for 56 pct. af beskæftigelsesstigningen. Indvandrere bidrager med 31,3 pct., mens efterkommere står for 11,3 pct. Personer med dansk oprindelse udgjorde i slutningen af 2019 85 pct. af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse, og det er på den baggrund ikke overraskende, at det største bidrag til beskæftigelsesstigningen kommer fra denne gruppe.

FIGUR II.41 BESKÆFTIGELSESSTIGNING FORDELT PÅ HERKOMST

Beskæftigelsesfremgangen er særligt sket blandt personer med dansk herkomst og indvandrere.



Anm.: Figurerne viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

… men stor relativ fremgang blandt indvandrere og efterkommere

Beskæftigelsesstigningen opgjort i antal personer blandt indvandrere og efterkommere er imidlertid bemærkelsesværdig, da disse grupper i udgangspunktet udgør en mere begrænset del af den samlede beskæftigelse. Den relative stigning er størst blandt ikke-vestlige efterkommere, hvor beskæftigelsen er steget knap 25 pct. Til sammenligning er beskæftigelsen blandt personer med dansk oprindelse steget 3 pct., jf. figur II.41.

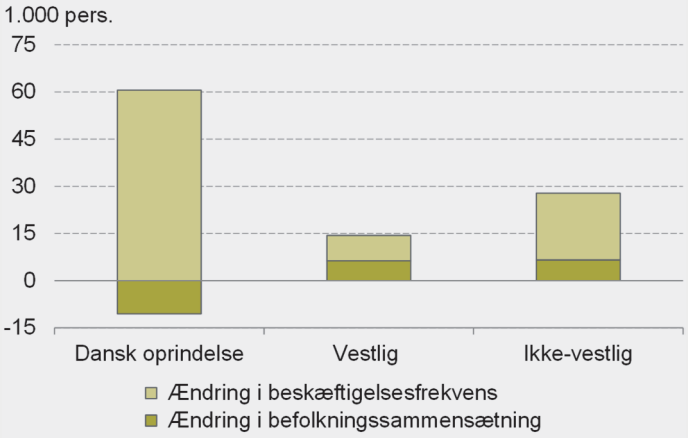
Beskæftigelsesstigning skyldes højere frekvens

Beskæftigelsen i en given herkomstgruppe kan både stige, fordi beskæftigelsesfrekvensen er steget, og fordi gruppens størrelse (for fastholdt beskæftigelsesfrekvens) er steget. Det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen fra september 2019 til september 2021 på tværs

af herkomstgrupper kommer fra højere beskæftigelsesfrekvens, jf. figur II.42. For personer med dansk oprindelse er der et negativt bidrag fra, at antallet af personer i befolkningsgruppen er faldet over perioden. Det modsvares af, at antallet af personer med vestlig eller ikke-vestlig baggrund er steget. For gruppen af personer med vestlig baggrund (indvandrere såvel som efterkommere) er bidraget til beskæftigelsesstigningen omtrent lige stort fra ændret befolkningssammensætning og ændret beskæftigelsesfrekvens.

FIGUR II.42 BIDRAG FRA BESTAND HHV. FREKVENS FORDELT PÅ HERKOMST

For alle herkomstgrupper kommer det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen fra højere beskæftigelsesfrekvens.



Anm.: Figuren viser ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra antal personer i gruppen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Tallene afviger fra figur II.41, hvor der ses på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Vestlig henholdsvis ikke-vestlig dækker over både indvandrere og efterkommere.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

Større konjunkturfølsomhed hos indvandrere og efterkommere

Det er velkendt, at konjunkturfølsomheden blandt indvandrere og efterkommere er større end blandt personer af dansk oprindelse. I *Dansk Økonomi, efterår 2019* viser en analyse over perioden 1997-2008 eksempelvis, at ændringen i beskæftigelsesfrekvensen var mere end dobbelt så stor for ikke-vestlige indvandrere og efterkommere end for personer med dansk oprindelse.

Stort bidrag fra tilgang af udenlandsk arbejdskraft, …

Beskæftigelsesfremgangen blandt indvandrere kan både skyldes, at personer, der tidligere er indvandret til Danmark, kommer i beskæftigelse efter i en periode at have været ledige eller udenfor arbejdsstyrken, men fremgangen kan også afspejle nyindvandring. Ifølge tal fra Jobindsats kan stigningen fra 2019 til 2021 i beskæftigede med udenlandsk statsborgerskab forklares med nyindvandring.[16]

… særligt fra Østeuropa og i *Off. adm., sundhed mv.*

Stigningen i beskæftigelsen blandt personer med udenlandsk statsborgerskab er særligt sket blandt personer fra Østeuropa, herunder især blandt rumænske og polske statsborgere, jf. figur II.43. Det er grupper, der i forvejen udgør en relativt stor andel af de beskæftigede udenlandske statsborgere i Danmark. Stigningen blandt de udenlandske statsborgere er i særlig grad sket indenfor brancherne *Offentlig administration, undervisning og sundhed* samt *Rejsebureau, rengøring mv.* Det er begge brancher, der i forvejen beskæftiger en stor andel af de udenlandske statsborgere, og førstnævnte er samtidig en af de brancher, der har oplevet den største beskæftigelsesfremgang de seneste to år.

UDENLANDSKE BESKÆFTIGEDE FRA JOBINDSATS

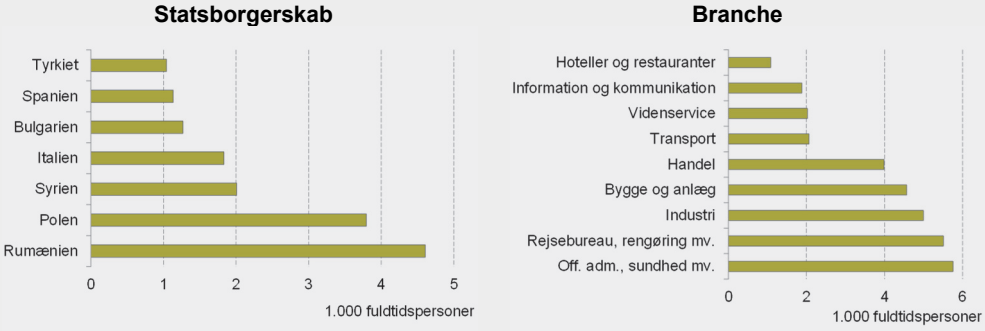
Tallene for udenlandske beskæftigede fra Jobindsats er ikke direkte sammenlignelige med lønmodtagerbeskæftigelsen fordelt på herkomstgrupper. Statistikken fra Jobindsats indeholder kun oplysninger om beskæftigede med udenlandsk statsborgerskab. Personer, der opnår dansk statsborgerskab, udgår af statistikken på tidspunktet for tildeling af dansk statsborgerskab. De kan dog fortsat være indvandrere, eftersom denne klassificering beror på forældrenes fødested og statsborgerskab.

Tallene fra Jobindsats vises i fuldtidspersoner, da opgørelsen i personer ikke summerer på tværs af eksempelvis brancher.

16) Fra 2019 til 2021 steg antallet af fuldtidsbeskæftigede med udenlandsk statsborgerskab 22.000 personer. 31.000 af de 251.000 fuldtidsbeskæftigede i 2021 fik cpr-nummer i 2020 eller 2021.

FIGUR II.43 BESKÆFTIGEDE MED UDENLANDSK STATSBORGERSKAB

Beskæftigelsen i Danmark blandt udenlandske statsborgere er steget mest for rumænere og inden-for branchen *Offentlig administration, undervisning og sundhed*.



Anm.: Figurerne viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Figurerne viser udvalgte grupper med en beskæftigelsesstigning på over 1.000 fuldtidspersoner i perioden.

Kilde: Jobindsats.dk.

RELATIVT STOR FREMGANG BLANDT UNGE OG ÆLDRE

Størst bidrag fra de 55-64-årige i antal personer

Fordelt på aldersgrupper har beskæftigelsesfremgangen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 i antal personer været størst blandt de 55-64-årige, jf. figur II.44. Fremgangen har dog været næsten lige så stor blandt de unge under 25 år og blandt personer mellem 25 og 54 år. I sidstnævnte gruppe kommer bidraget fra indvandrere og efterkommere, mens beskæftigelsen blandt personer med dansk oprindelse er faldet, jf. tabel II.3. Særligt de yngste på arbejdsmarkedet har en lav gennemsnitlig arbejdstid, idet de ofte er i gang med en uddannelse og derfor kun arbejder deltid. Omregnet til fuldtidspersoner er bidraget fra personerne under 25 derfor væsentligt mindre.[17]

Stor relativ stigning blandt unge og ældre

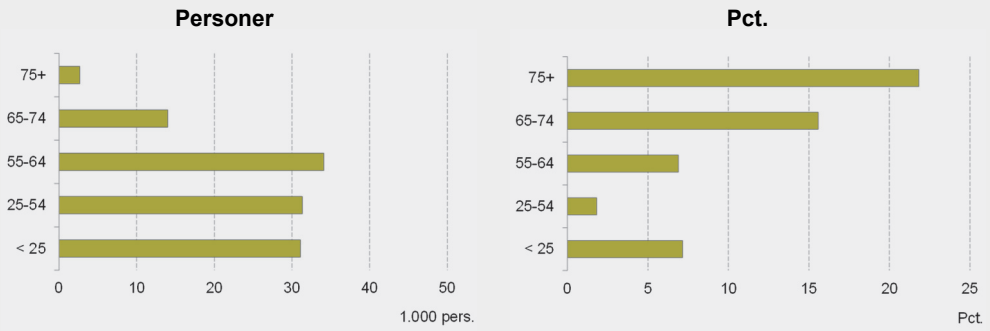
Beskæftigelsesstigningen blandt de yngste og ældste grupper på arbejdsmarkedet er bemærkelsesværdig, gruppernes størrelse taget i betragtning. Mens stigningen opgjort i antal personer er stort set ens på tværs af aldersgrupperne under 25 år, 25-54 år og 55-64 år, dækker

17) Opgjort i fuldtidspersoner er stigningen størst blandt personer i aldersgruppen 25-54 år (40.477 fuldtidspersoner). Derefter kommer de 55-64-årige (34.720 fuldtidspersoner) og de unge under 25 år (24.572 fuldtidspersoner).

dette således over betydelige forskelle i de relative ændringer. Blandt de 25-54-årige er beskæftigelsen steget knap 2 pct., mens beskæftigelsen i de to andre grupper er steget ca. 7 pct. Blandt de ældste grupper på arbejdsmarkedet er den relative stigning endnu mere markant med en stigning på mere end 15 pct. blandt de 65-74-årige og mere end 20 pct. blandt de beskæftigede over 75 år.

FIGUR II.44 BESKÆFTIGELSESSTIGNING FORDELT PÅ ALDER

Beskæftigelsen er steget mest blandt de 55-64-årige, men stigningen blandt de 25-54-årige samt de unge under 25 har næsten været lige så stor.



Anm.: Figurerne viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

Stigning blandt 55-64-årige skyldes primært befolkningssammensætning

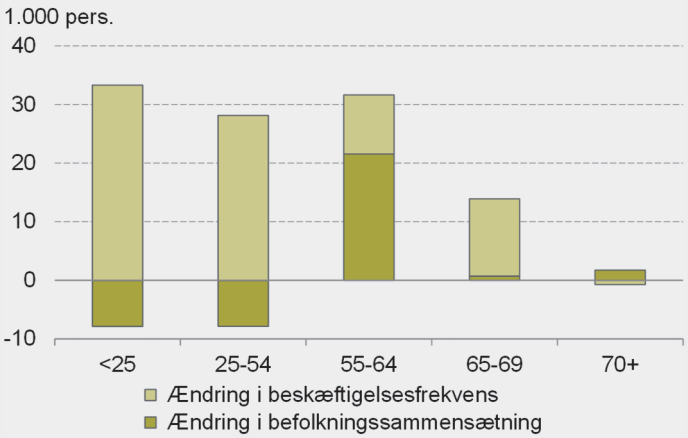
Den betydelige fremgang i beskæftigelsen i aldersgruppen 55-64 år skyldes hovedsageligt et positivt bidrag fra ændret befolkningssammensætning, jf. figur II.45, mens beskæftigelsesfrekvensen i mindre omfang er steget. For de yngste er billedet modsat, hvor beskæftigelsesfrekvensen er steget betydeligt, mens ændret befolkningssammensætning bidrager negativt. Dette mønster for de yngste gælder på tværs af herkomstgrupper, jf. tabel II.3.

Større konjunkturfølsomhed blandt yngre og ældre

Ligesom konjunkturfølsomheden normalt er større for indvandrere og efterkommere, gælder dette også for yngre og ældre. Analysen i *Dansk Økonomi, efterår 2019* viste, at konjunkturfølsomheden for de 20-26-årige og 57-59-årige var større end for de øvrige aldersgrupper. Udviklingen under det aktuelle opsving stemmer dermed overens med den tendens, man normalt ser i opgangstider.

FIGUR II.45 BIDRAG FRA BESTAND HHV. FREKVENS FORDELT PÅ ALDERSGRUPPER

Beskæftigelsesstigningen blandt 55-64-årige skyldes primært ændret befolkningssammensætning, som har bidraget til flere personer i gruppen. For de yngre aldersgrupper bidrager befolkningssammensætningen omvendt negativt.



Anm.: Figuren viser ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra antal personer i gruppen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Tallene afviger fra figur II.44, hvor der ses på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

TABEL II.3 BIDRAG TIL BESKÆFTIGELSESSTIGNING FRA BESTAND HHV. FREKVENS FORDELT PÅ ALDER OG HERKOMST

Personer med vestlig og ikke-vestlig herkomst driver fremgangen i beskæftigelsen blandt kernearbejdskraften (de 25-54 årige).

	< 25 år	25-54 år	55-64 år	65-69 år	70+ år	I alt
Dansk						
Antal	-4.923	-22.909	17.096	210	-1.067	-11.593
Frekvens	22.724	15.000	9.511	12.517	1.870	61.622
Samlet	17.801	-7.909	26.607	12.727	803	50.029
Vestlig						
Antal	-1.007	6.149	1.105	23	14	6.284
Frekvens	2.732	4.311	564	403	95	8.091
Samlet	1.725	10.460	1.669	426	81	14.375
Ikke-vestlig						
Antal	-1.487	5.623	2.102	271	47	6.555
Frekvens	7.410	12.097	1.244	475	45	21.272
Samlet	5.923	17.720	3.346	746	92	27.827
I alt						
Antal	-7.862	-7.848	21.554	713	1.726	8.283
Frekvens	33.311	28.119	10.068	13.186	-736	83.948
Samlet	25.449	20.271	31.622	13.899	990	92.231

Anm.: Tabellen viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra befolkningssammensætningen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Herkomstgrupperne summerer ikke helt til totalen. Det skyldes, at herkomstgrupperne af datadiskretionshensyn kun medtager ændringer for personer op til 75 år.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

OPSUMMERING

Beskæftigelsen er steget markant siden slutningen af 2019. Beskæftigelsesfremgangen er bredt funderet, men fremgangen har været særligt stor indenfor *Sundhed og socialvæsen*. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med en række coronarelaterede tiltag, herunder en betydelig vaccine- og testkapacitet. En del af beskæftigelsesfremgangen i branchen er tilvejebragt ved tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Beskæftigelsesfremgangen har relativt set været særligt stor blandt indvandrere og efterkommere samt blandt de yngre og ældre aldersgrupper på arbejdsmarkedet. Det er velkendt, at beskæftigelsen blandt disse grupper er mere konjunkturfølsom end blandt de øvrige grupper på arbejdsmarkedet. Udviklingen de seneste to år er dermed i overensstemmelse med tidligere erfaringer.

II.6 OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2030

Indhold i afsnittet

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2030. Indledningsvist beskrives udviklingen i den faktiske offentlige saldo. Herefter beskrives udviklingen i den strukturelle saldo, hvor der er korrigeret for konjunkturenes påvirkning og andre midlertidige forhold. Endeligt vurderes finanspolitikkens aktivitetsvirkning sidst i afsnittet. De væsentligste forudsætninger for fremskrivningen er beskrevet i boks II.12, og fremskrivningen er uddybet i baggrundsnotatet til offentlige finanser.

BOKS II.12 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtaget politik. Det indebærer, at der indarbejdes den gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomster. Det er forudsat, at udgiftslofter for 2022 til 2025 anvendes fuldt ud med de ændringer i udgiftslofter, der er foreslået, men endnu ikke vedtaget. Der indarbejdes også konsekvenser af politiske aftaler, der endnu ikke er vedtaget ved lov.

Finansiering medtages kun, hvis der er en model for den konkrete finansiering. Det indebærer, at kun dele af *Ny reformpakke for dansk økonomi* fra januar er indarbejdet, da en stor del af finansieringen og udgifterne er betinget af, at der sker en sanering af erhvervsstøtten. Kravet om en konkret model for finansieringen gør også, at provenuet fra bankskatten først indarbejdes i forbindelse med den aktuelle fremskrivning, da der ikke tidligere har været præsenteret en konkret model for bankskatten. Der indarbejdes generelt ikke politiske målsætninger. Det nationale kompromis med en målsætning om at øge forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP og en saldomålsætning på omkring -0,5 pct. af BNP i 2030 er derfor ikke indarbejdet.

Centrale forudsætninger:

- I 2022 følger det nominelle offentlige forbrug skønnet fra *Danmarks Konvergensprogram 2022* tillagt den ikke udmøntede del af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19. For 2023 til 2025 afspejler væksten i det offentlige forbrug udviklingen i udgiftslofterne inklusiv den ikke udmøntede del af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19
- Det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik øger forsvarsudgifterne med 3½ mia. kr. i 2022 og 2023, hvoraf 2 mia. kr. i 2022 af Finansministeriets er forudsat at være undtaget fra udgiftslofter. Det er forudsat, at hele stigningen i forsvarsudgifterne vedrører offentligt forbrug
- De offentlige investeringer følger i 2022 regeringens skøn fra *Danmarks Konvergensprogram 2022*. Fra 2023 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en omtrent konstant andel af BNP svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19
- *Aftalen om en ny ret til tidlig pension* indebærer udgifter til tidlig pension, som er indarbejdet i tidligere fremskrivninger. En del af finansieringen bestod imidlertid af en ny bankskat, hvor der ikke var præsenteret en konkret model. Der er nu en model for bankskatten, der indarbejdes i forbindelse med denne fremskrivning
- Der er indgået en aftale om udbetaling af en varmecheck, hvor udgiften er indarbejdet i overførselsindkomsterne
- Der er fremsat forslag om en forhøjet ældrecheck, men var ikke indgået en aftale på det tidspunkt, hvor talarbejdet til denne fremskrivning var afsluttet. Forslaget er derfor ikke indarbejdet i fremskrivningen
- Befordringsfradraget er på indstilling fra Skatterådet blev hævet i 2022, hvilket er indarbejdet.

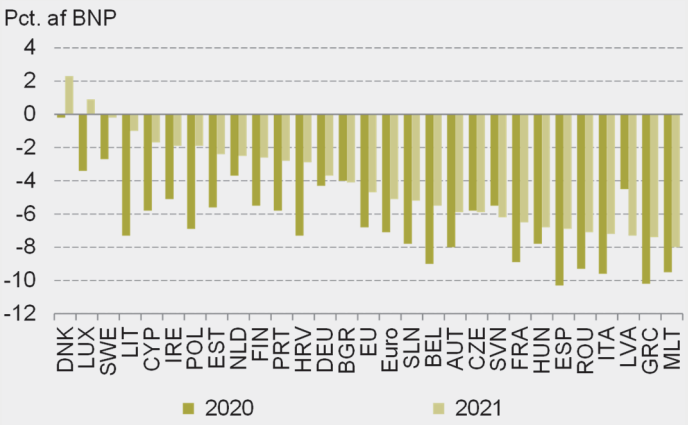
FAKTISK SALDO FREM MOD 2030

Den offentlige saldo har overrasket positivt under covid-19

Da covid-19-pandemien ramte Danmark var det forventningen, at det ville medføre en alvorlig svækkelse af de offentlige finanser. Det har dog efterfølgende vist sig, at Danmark er det EU-land, der havde det mindste underskud på den offentlige saldo for 2020 og det største overskud i 2021, jf. figur II.46. Det var kun Danmark og Sverige, som overholdt stabilitets- og vækstpagtens grænse for de maksimale faktiske underskud på 3 pct. af BNP i 2020, mens der fortsat var 15 af 27 lande, der havde et underskud på mere end 3 pct. af BNP i 2021. Det store overskud i 2021 på 2,3 pct. af BNP kommer på trods af, at der har været store ekstraudgifter til sygdomsbekæmpelse i form af blandt andet test og vaccination. De store udgifter er dog blevet modsvaret af nogle store indtægter. Der har dels været engangsindtægter knyttet til udbetaling af de indefrosne feriepenge samtidigt med, at der også har været store indtægter fra selskabsskatter og pensionsafkastskat.

FIGUR II.46 OFFENTLIG SALDO I EU-LANDE

Danmark havde det mindste underskud i 2020, og i 2021 er det kun Danmark og Luxembourg, der har overskud på den offentlige saldo.



Anm.: Der er vist den offentlige saldo i EDP-indberetningen, der kan afvige fra den opgørelse af den offentlige saldo, der anvendes i resten af afsnittet.

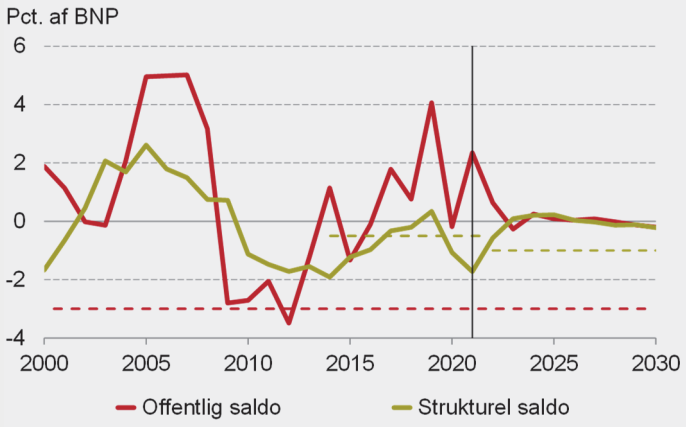
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Stort overskud i 2021 vendes til mindre underskud frem mod 2030

Det store overskud på den offentlige saldo i 2021 vurderes primært at skyldes midlertidige forhold, og overskuddet ventes at blive reduceret i år. Fra 2023 og frem til 2030 ventes der små underskud i alle år, jf. figur II.47. Det skal blandt andet ses i lyset af en forventning om, at konjunkturerne normaliseres, hvilket vil tendere til at mindske de offentlige indtægter fra skatter og moms, mens udgifterne til ledighedsrelaterede udgifter vil stige lidt. Hertil kommer, at der er et demografisk pres på dansk økonomi frem mod 2030, hvor der bliver stadigt flere ældre, hvilket reducerer beskæftigelsen og øger de offentlige udgifter.

FIGUR II.47 OFFENTLIG SALDO FREM MOD 2030

Der var overskud på den offentlige saldo i 2021 som følge af engangsindtægter, men der ventes omtrent balance på den offentlige saldo i hele perioden mod 2030.



Anm.: Den stiplede røde linje angiver underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP fra stabilitets- og vækstpagten, mens de stiplede grønne linjer angiver budgetlovens grænse for underskuddet på den strukturelle saldo. Fra 2014 til udgangen af juni 2022 er saldogrænsen på -0,5 pct. af BNP, mens saldogrænsen fra 1. juli 2022 ændres til -1 pct. af BNP.

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

Inflation har en midlertidig effekt på de offentlige finanser

Normalt har inflation kun en begrænset betydning for de offentlige finanser, da både indtægter og udgifter vil følge udviklingen i priser og lønninger. På kort sigt kan der dog komme nogle mindre udsving som følge af indretningen af skattesystemet og regulering af overførselsindkomster og offentlig løn. Som udgangspunkt følger udviklingen i grænser i skattesystemet, satser for overførselsindkomster og de offentlige

lønstigninger den private lønudvikling, men i praksis er der en vis forsinkelse, da reguleringen forudsætter, at den private lønudvikling først er observeret. Derfor vil en midlertidig forøgelse af den private lønstigningstakt øge de private lønindtægter med det samme, men først med en forsinkelse påvirke grænser i skattesystem, satser for overførselsindkomster og de offentlige lønninger. Derved stiger skatteindtægter umiddelbart, mens udgifter til overførselsindkomster og offentlige lønninger først stiger senere.

Offentlig saldo forbedres midlertidigt af inflation

I den aktuelle fremskrivning vurderes det, at de private lønstigninger bliver på godt 3½ pct. i år og godt 4½ pct. næste år. Det er noget over den forudsatte strukturelle lønstigning på knap 3¼ pct. årligt. Det vil give en midlertidig forbedring af den offentlige saldo, da skatteindtægterne fra de privatansatte følger godt og vel med lønnen op, mens overførselsindkomsterne først stiger med to års forsinkelse. Det giver på kort sigt en forbedring af den offentlige saldo i 2022 og 2023, der gradvist vil blive udlignet, når reguleringerne indhenter efterslæbet, og der er ikke nogen nævneværdig permanent effekt af midlertidige udsving. I boks II.13 er der en gennemgang af dette i denne fremskrivning.

Faldende indtægter vender offentlige overskud til underskud

I 2022 ventes et stort fald i både de offentlige indtægter og udgifter i procent af BNP. Indtægterne ventes dog at falde mere end udgifterne, så i løbet af 2022 og 2023 vendes det offentlige overskud til et underskud i 2023, jf. tabel II.4. Faldet i indtægter drives særligt af lavere indtægter fra selskabsskat og pensionsafkastskat.

Stigende renter reducerer PAL-skatten

Forventningen om stigende renter i 2022 medfører, at nogle skatteindtægter bliver reduceret. Personskatterne reduceres som følge af et stigende rentefradrag, men det er særligt pensionsafkastskatten (PAL), der falder. Det skyldes, at de stigende renter medfører, at kursen på pensionskassernes store obligationsbeholdninger falder samtidigt med aktiekurserne også forudsættes at falde i år, hvorfor afkastet af pensionsformuen ventes at blive lavt i år. Fremadrettet forudsættes det, at renten vil være nogenlunde konstant på det højere niveau, så PAL-skatten ventes gradvist at vende tilbage mod det strukturelle niveau på knap 1 pct. af BNP.

Personskatter falder tilbage i 2022 fra højt niveau i 2021

Personskatterne falder imidlertid også i 2022, hvilket dels skydes, at de midlertidige indtægter fra udbetalingen af feriepenge bortfalder, dels et stigende rentefradrag og endeligt er der et fald i reallønnen afledt af stigende inflation, hvilket medfører, at lønindkomsten som andel af BNP falder til et lavt niveau i 2022.

BOKS II.13 MIDLERTIDIG INFLATIONS BETYDNING FOR OFFENTLIGE FINANSER

Som udgangspunkt vil niveauet for inflationen være stort set neutralt for de offentlige finanser på lang sigt. Der er dog en effekt via beskatningen af kapitalindkomst, da det er den nominelle og ikke reale forrentning, der beskattes.

En midlertidig stigning i inflation og lønninger vil have en kortvarig effekt på de offentlige finanser. Det skyldes den måde overførselsindkomster og beløbsgrænserne i skattesystemet reguleres i Danmark. Grænserne i skattesystemet for blandt andet bundskat og topskat reguleres med udviklingen i den private løn. Denne regulering foretages dog med et lag på to år, da den faktiske lønstigning først skal opgøres, for at det er muligt at regulere skattegrænserne i den såkaldte §20 regulering. Såfremt den private lønstigning er nogenlunde konstant over tid, vil denne regulering alt andet lige medføre en konstant gennemsnitlig beskatning af indkomst. Overførselsindkomsterne reguleres også, så de følger den private lønstigning med et lag via satsreguleringen. Endeligt følger de offentlige lønstigninger også delvist de private via en regulering af de offentlige lønninger, der sikrer, at de stort set følger med den private lønudvikling med et lag.

De forskellige lag i reguleringsordningerne medfører dog, at de offentlige finanser bliver midlertidigt påvirket af udsving i inflationen. En stigning i inflationen og de private lønstigninger vil medføre en stigning i skatteindtægterne de første år, indtil reguleringen af skattegrænser har taget højde for de højere lønstigninger. Det medfører, at en større andel af den samlede indkomst kommer op over grænsen for bundskat og topskat, og den gennemsnitlige skat for de private lønmodtagere øges. På kort sigt er de offentlige lønninger og overførselsmodtagerne ikke påvirket af højere private lønninger. De offentlige udgifter til løn og overførselsindkomst stiger altså ikke, hvilket trækker i retning af at forbedre den offentlige saldo.

De midlertidige udsving i inflation og løn har isoleret set en effekt på den offentlige saldo i de kommende år, jf. tabel A. Det er i denne beregning set bort fra, at ændringer i realindkomsterne kan få afledte effekter på det samlede private forbrug. Betydningen for saldoen er størst i 2023, da de private lønstigninger er forudsat at toppe her, hvorefter forbedring gradvist forsvinder igen i takt med reguleringen af overførselsindkomster, skattegrænser og offentlige lønninger indhenter efterslæbet. Gennemslaget på den strukturelle saldo er mindre end på den faktiske.

TABEL A PÅVIRKNING AF DEN OFFENTLIGE SALDO MIA. KR.

	2022	2023	2024	2025
Regulering af overførsler	1,6	7,2	5,9	0,0
Offentlige lønninger	1,5	7,1	5,7	0,0
Skattegrænser	0,3	1,2	1,4	0,8
I alt	3,3	15,5	13,1	0,8

Anm.: Der er i tabellen angivet påvirkning af den offentlige saldo i forhold til en neutral situation, hvor satser for overførselsindkomster, private og offentlige lønninger alle stiger med ca. 3,2 pct. om året, der vurderes at være den strukturelle stigning i de private lønninger.

Selskabsskatterne meget høje i 2021

Selskabsskatterne var rekordhøje i 2021. De har aldrig været højere hverken i kroner eller i procent af BNP. Det er usikkert, hvor vedvarende det højere niveau for selskabsskatten vil blive, da en del af det høje skatteprovenu kan hænge sammen med midlertidige forhold under covid-19. Det er i denne fremskrivning forudsat, at de høje selskabsskatter i 2021 skyldes midlertidige forhold, og at de gradvist vil blive reduceret imod deres forudsatte strukturelle niveau på godt 2½ pct. af BNP. De strukturelle indtægter fra selskabsskatten er fremadrettet opjusteret med ca. 0,1 pct. af BNP som følge af den forhøjede selskabsskat for den finansielle sektor (bankskatten).

Høje oliepriser medfører et stigende provenu fra nordsøbeskatningen

I de seneste år har en kombination af nedlukning af Tyrafeltet i Nordsøen og lave oliepriser medført, at indtægterne fra nordsøbeskatningen har været tæt på nul. I de kommende år ventes der igen nogle indtægter fra nordsøbeskatningen, da genåbningen af Tyrafeltet medfører en højere produktion samtidigt med, at de høje priser sikrer en højere værdi af produktionen. Med de højere oliepriser, der er forudsat i fremskrivningen, jf. afsnit II.2, udløses fra 2022 en ekstrabeskatning på nordsøproduktionen. Samlet set ventes indtægterne de kommende år at stige til 0,3 pct. af BNP.

Inflation reducerer offentligt forbrug som andel af BNP …

Det offentlige forbrug trækkes op i mængder i 2022 som følge af forøgede udgifter til blandt andet test og vaccination for covid-19. På trods af, at det offentlige forbrug faktisk er på et højt niveau i år, ventes det offentlige forbrug i 2022 at falde som andel af nominelt BNP i forhold til 2021. Det skal ses i lyset af, at den høje inflation i dansk økonomi kun forventes at have en mindre betydning for det offentlige forbrug i år. Det hænger sammen med, at prisudviklingen på det offentlige forbrug i vid udstrækning afhænger af udviklingen i de offentlige lønninger. Hovedparten af udviklingen i de offentlige lønninger er fastsat ved overenskomst og den aftalte lønudvikling i år er lavere end den ventede inflation. Det billede vender næste år, hvor inflationen målt ved BNP-deflatoren aftager.

… og overførselsindkomster som andel af BNP

Overførselsindkomsterne falder også som andel af BNP fra 2021 til 2022. Det skyldes dels en lav arbejdsløshed som følge af højkonjunkturen, og dels de høje prisstigninger og lønstigninger i 2022, der først med to års forsinkelse påvirker satsreguleringen af overførselsindkomsterne, jf. også boks II.13. Frem mod 2030 stiger overførselsindkomsterne gradvist. Det skyldes dels, at efterslæbet i satsreguleringen bliver indhentet og dels, at der bliver flere pensionister som følge af den aldrende befolkning. Stigningen i antallet af folkepensionister bliver kun i mindre omfang opvejet af, at antallet af efterlønsmodtagere ventes at fortsætte med at falde.

TABEL II.4 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

De offentlige indtægter og udgifter var høje i 2021, men forudsættes at falde hurtigt ned mod deres normale niveau. Frem mod 2030 sker der en række ændringer, men samlet set er indtægter og udgifter nogenlunde konstante fra 2023 til 2030.

	2021	2022	2023	2025	2030
			Pct. af BNP		
Personskatter mv. [a]	23,9	22,7	23,2	23,2	23,1
Aktieskat	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
Selskabsskat	3,7	2,8	2,5	2,6	2,6
Nordsøbeskatning	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3
Pensionafkastbeskatning	2,5	0,4	0,5	0,8	0,8
Afgifter [b]	15,8	15,3	15,5	15,2	15,3
Øvrige indtægter	4,3	4,1	4,1	4,4	4,4
Indtægter i alt [c]	51,3	46,4	46,9	47,5	47,4
Offentligt forbrug [d]	24,4	23,4	23,8	24,0	24,3
Offentlige investeringer [e]	3,5	3,3	3,5	3,5	3,5
Indkomstoverførsler	15,5	14,6	14,9	15,4	15,5
Øvrige udgifter [f]	6,0	4,9	5,5	4,7	4,6
Udgifter i alt [c]	49,4	46,2	47,7	47,7	47,9
Primær saldo	1,9	0,2	-0,7	-0,2	-0,5
Nettorenteindtægter	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3
Offentlig saldo	2,3	0,6	-0,3	0,1	-0,2
Strukturel saldo [g]	-1,7	-0,6	0,1	0,2	-0,2
ØMU-gæld	36,7	34,9	35,2	35,3	36,6
			Mia. kr.		
Offentlig saldo	58,7	16,9	-7,2	2,6	-6,9
			Realvækst, pct.		
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	4,3	0,8	0,1	1,1	1,0
Off. investeringer ekskl. F&U	6,2	-4,6	8,5	1,5	1,8

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

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter bl.a. 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) Posten indeholder bl.a. subsidier og kapitaloverførsler.

g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

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

Udgifter til særlige forhold er store

De øvrige offentlige udgifter dækker over en række forskellige mindre udgiftsposter. Udgifterne er høje i 2021-23. I 2021 skyldes det blandt andet hjælpepakker knyttet til covid-19. I 2022 og 2023 drives posten op af udbetalinger til erstatning til minkejere og tilbagebetaling af for meget betalt ejendomsskat som følge af nye ejendomsvurderinger. Disse udgifter falder bort fra 2023, så i 2025 er posten omtrent tilbage på det langsigtede niveau for udgifterne.

DEN STRUKTURELLE SALDO FREM MOD 2030

Strukturel saldo tager højde for konjunkturudsving og særlige poster

Konjunkturudsving har stor betydning for den faktiske saldo. Når der er højkonjunktur, så er beskæftigelsen og forbruget højt, hvilket giver mange indtægter for staten. Samtidigt er ledigheden lav, hvilket mindsker udgifterne. Den offentlige saldo afhænger således af udviklingen i konjunkturerne og kan ikke bruges til at vurdere den underliggende stilling på de offentlige finanser. For bedre at kunne vurdere, hvordan den offentlige økonomi udvikler sig, ses der i stedet på den strukturelle saldo. Her søges det at korrigere for konjunkturenes påvirkning af saldoen, og der beregnes et strukturelt provenu for udvalgte indtægter, der kan svinge meget som f.eks. PAL-skatten.

Konjunktur og kapitalskatter har forbedret den faktiske saldo

Den faktiske saldo er bedre end den strukturelle saldo i alle år fra 2019 til 2023, da en række midlertidige forhold forbedrer saldoen. Det drejer sig blandt andet om højkonjunkturen og en ekstraordinær høj indtægt fra PAL-skat. Den faktiske saldo har derfor været højere end det strukturelle niveau i denne periode, jf. tabel II.5. Billedet ændres i 2022, hvor de stigende renter medfører et fald i kursen på obligationer, hvilket umiddelbart vil reducere afkastet og skatten af pensionsformuen i år. Samtidigt forventes det, at selskabsskatten gradvist bevæger sig ned mod sit strukturelle niveau.

Covid-19 har medført strukturelle underskud

I perioden 2020-22 har der været en lang række midlertidige lempelser af finanspolitikken til bekæmpelse af covid-19. Disse lempelser af finanspolitikken har medført, at der har været et underskud på den strukturelle saldo i disse år. Hvis der ses bort fra udgifter til håndtering af covid-19, har der samlet set været overskud på den strukturelle saldo i perioden. Hovedårsagen til, at den strukturelle saldo forbedres frem mod 2025 er, at disse midlertidige udgifter falder bort. I 2025 ventes der omtrent balance på den strukturelle saldo. Frem mod 2030 svækkes den strukturelle saldo gradvist, hvilket dækker over, at den aldrende befolkning medfører et pres på de offentlige udgifter til blandt andet pension og sundhedsudgifter.

TABEL II.5 OVERGANG FRA FAKTISK TIL STRUKTUREL SALDO

Gunstige konjunkturer bidrager væsentligt til den faktiske saldo i år, mens et lavt provenu fra pensionsafkastskatten ventes at trække ned i forhold til den strukturelle saldo.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
	Pct. af BNP							
Faktisk saldo	**4,1**	**-0,2**	**2,3**	**0,6**	**-0,3**	**0,2**	**0,1**	**-0,2**
Bidrag fra *Midlertidige forhold*	*3,7*	*0,9*	*4,1*	*1,2*	*-0,4*	*0,0*	*-0,1*	*0,0*
Heraf								
Konjunktur	0,6	-0,5	0,9	1,9	0,8	0,2	0,0	0,0
Pensionsafkastskat	1,9	1,3	1,7	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Andre særlige poster	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Selskabsskat	0,5	0,1	1,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Engangsforhold								
Kompensation til minkejere		-0,1	-0,1	-0,2	-0,2			
Boligskatter				-0,1	-0,5			
Feriepenge		0,9	0,6					
Øvrige forhold	-0,1	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Strukturel saldo	**0,3**	**-1,1**	**-1,7**	**-0,6**	**0,1**	**0,2**	**0,2**	**-0,2**
Covid-19 [a)]	0,0	-1,7	-1,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Strukturel saldo uden covid-19	0,4	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2

a) Dækker over Finansministeriets korrektioner i deres opgørelse af den strukturelle saldo for covid-19.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Den strukturelle saldo bedre end ventet i 2021

De nye regnskabstal for 2021 har vist sig at medføre en væsentlig forbedring af den strukturelle saldo i 2021 i forhold til, hvad der var lagt til grund i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Den bedre strukturelle saldo i 2021 er sammensat af flere forhold, der kun i mindre omfang vurderes at afspejle sig i en forbedring fremadrettet. Der var blandt andet et mindre offentligt forbrug (ekskl. covid-19) end ventet i efteråret. Samtidigt var sammensætningen af det private forbrug forskudt i retning af de dele af forbruget, hvor moms- og afgiftstrykket er højest.

Den strukturelle saldo svækkes af den økonomiske politik i 2022

Den strukturelle saldo i 2022 er siden fremskrivningen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* svækket fra et underskud på 0,1 pct. af BNP til et underskud på 0,6 pct. af BNP, jf. tabel II.6. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes i vid udstrækning politik, hvor finanspolitikken samlet set er blevet lempet med ca. 15 mia. kr. i 2022. Det drejer sig om udgifter til covid-19 i form af blandt andet test, vacciner og hjælpepakker på 11 mia. kr., forhøjede forsvarsudgifter på 3½ mia. kr. og en ufinansieret varmecheck på 1 mia. kr.

TABEL II.6 DEN STRUKTURELLE SALDO MOD 2025

Den strukturelle saldo er svækket i 2022 sammenlignet med *Dansk Økonomi, efterår 2021*. I de efterfølgende år er der også en mindre svækkelse af den strukturelle saldo.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	---------- Pct. af BNP ----------						
Dansk Økonomi, forår 2022	0,3	-1,1	-1,7	-0,6	0,1	0,2	0,2
Dansk Økonomi, efterår 2021	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,1	0,2	0,2
Forskel	**0,0**	**0,1**	**0,9**	**-0,5**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Heraf							
Selskabsskat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Nordsøskat	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Nettorenter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Covid-19	0,0	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Andet	0,0	0,1	1,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2

Kilde: *Dansk Økonomi, efterår 2021*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Saldogrænse på -1 pct. af BNP og mål om -0,5 pct. af BNP i 2030

Et flertal i Folketinget har i marts 2022 indgået aftale om et *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik*. Aftalen fastlægger også de overordnede rammer for finanspolitikken i en kommende 2030-plan. Partierne er således enige om at revidere budgetloven med henblik på at sænke underskudsgrænsen for den strukturelle saldo til 1,0 pct. af BNP fra 1. juli 2022, hvor den hidtidige grænse i budgetloven var et underskud på 0,5 pct. af BNP. Endvidere er partierne enige om, at det vil være hensigtsmæssigt at sigte efter et offentligt underskud på omkring 0,5 pct. af BNP i en kommende 2030-plan, som fremlægges til efteråret.

Ved vurdering af overholdelse af saldogrænsen i år er grænsen fortsat -0,5 pct. af BNP

Ændringen i saldogrænsen træder først i kraft fra 1. juli. Det er altså fortsat overholdelse af den gamle saldogrænse på -0,5 pct. af BNP, der er relevant, når det skal vurderes om saldogrænsen i budgetloven overholdes i 2022. Når det kommende forslag til finanslov for 2023 skal vurderes, vil underskuddet på den strukturelle saldo skulle overholde den nye saldogrænse på -1 pct. af BNP.

Underskuddet er større end grænsen i budgetloven

Det vurderes, at underskuddet på den strukturelle saldo er blevet forværret fra et underskud på den strukturelle saldo på 0,1 pct. af BNP ved vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* til et underskud nu på 0,6 pct. af BNP. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes ikke nye skøn, men finanspolitik, der er besluttet siden forslaget til finanslov. Det drejer sig som nævnt om ufinansierede udgifter til test og vaccination mod covid-19, flere forsvarsudgifter, udgifter til håndtering af ukrainske flygtninge og en varmecheck. Samlet set er disse udgifter på ca. 15 mia. kr.

Overskridelser er tilladt, hvis de skyldes exceptionelle omstændigheder

Det er som udgangspunkt kun tilladt at bryde grænsen for den strukturelle saldo som følge af ny finanspolitik efter forslaget til finanslov, hvis udgifterne er knyttet til en exceptionel omstændighed. Det er i *Dansk Økonomi, efterår 2021* vurderet, at covid-19 kunne betegnes som en exceptionel omstændighed, og det derfor var tilladt at overskride den strukturelle saldo med de ekstra udgifter, der var direkte knyttet til håndtering af covid-19. Sundhedskrisen er fortsat ind i starten af 2022 og har medført yderligere udgifter, der kan undtages fra grænsen for den strukturelle saldo med henvisning til den fortsatte sundhedskrise. Udgifter til håndtering af covid-19 påvirker den strukturelle saldo med ca. 0,5 pct. af BNP i 2022. Overskridelsen af grænsen i 2022 kan altså henføres til en exceptionel omstændighed.

Også nye udgifter til flygtninge og forsvar

Udover de nye udgifter til håndtering af covid-19 er der også udgifter til varmecheck, forsvar og flygtninge. Finansministeriet har vurderet, at disse udgifter kan undtages fra saldogrænsen med henvisning til exceptionelle omstændigheder. I næste afsnit er en nærmere diskussion af, hvordan disse udgifter forholder sig til begrebet exceptionelle omstændigheder.

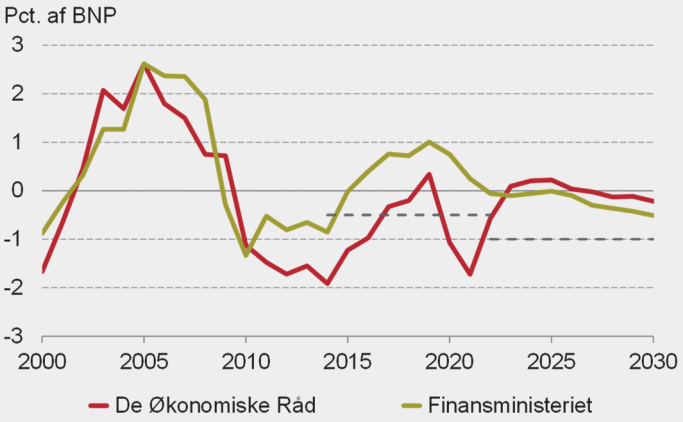
Underskud begrænset mod 2030

I de kommende år er der små overskud på den strukturelle saldo og i 2025 er der stort set balance på den strukturelle saldo, så regeringens målsætning i den aktuelle 2025-plan om balance er opfyldt, jf. figur II.48. Frem mod 2030 svækkes den strukturelle saldo gradvist, så der i 2030 ventes et underskud på den strukturelle saldo på 0,2 pct. af BNP. I forbindelse med aftalen om *Nationalt kompromis om Danmarks sikkerhedspolitik* er det aftalt, at der i den kommende 2030-plan skal være et mål for den strukturelle saldo i 2030 på omkring -0,5 pct. af

BNP. Med denne fremskrivning er der udsigt til, at dette mål kan realiseres med de beregningstekniske antagelser, der er anvendt.

FIGUR II.48 STRUKTUREL SALDO MOD 2030

Små underskud på den strukturelle saldo mod 2030.



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet på Finansministeriets metode. De stiplede linjer angiver grænsen i budgetloven. Grænsen sænkes fra -0,5 pct. af BNP til -1 pct. af BNP den 1. juli 2022.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Kun små forskelle i vurderingen sammenlignet med Finansministeriet

Fremadrettet er der forholdsvis små forskelle på den strukturelle saldo, hvor Finansministeriet har et lidt større underskud, end der er i denne fremskrivning. I baggrundsnotat til offentlige finanser er en nærmere beskrivelse af årsagerne til forskellene i vurderingen af den strukturelle saldo. Der er forholdsvis store forskelle i vurderingen i af den strukturelle saldo i 2020-22, hvilket skyldes, at der er forskel på behandlingen af udgifter knyttet til covid-19. Finansministeriet vælger at betegne disse udgifter som et engangsforhold og holde disse udgifter udenfor deres opgørelse af den strukturelle saldo, mens udgifterne er medtaget i opgørelsen i denne fremskrivning.[18]

Øgede forsvarsudgifter og ændret saldogrænse

Kort efter den russiske invasion af Ukraine blev der indgået et bredt forlig om at øge de danske forsvarsudgifter til 2 pct. af BNP i 2033, hvilket svarer til en stigning på ca. 19½ mia. kr. i 2022-priser. I samme

18) Behandlingen af engangsforhold i forhold til den strukturelle saldo er nærmere behandlet i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

forbindelse blev det aftalt at ændre underskudsgrænsen i budgetloven, så det fremover bliver tilladt at have et underskud på 1 pct. af BNP på den strukturelle saldo, og en kommende 2030-plan skal have et mål om et underskud i 2030 på omkring 0,5 pct. af BNP.

Forsvarsudgifter vil udgøre en stor del af fremgangen i det offentlige forbrug

Aftalen indeholder en målsætning om at øge forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP, men der er ikke truffet beslutning om de konkrete udgifter, og hvordan disse indfases mod 2033. Der er dermed ikke en detaljeret beskrivelse af, hvordan den planlagte stigning i forsvarsudgifterne vil påvirke væksten i det øvrige offentlige forbrug frem mod 2033. Det vil blandt andet afhænge af, hvor stor en del af stigningen i forsvarsudgifterne der vil være offentligt forbrug, og hvor meget der vil være investeringer.

Nyt at forsvar udgør hovedparten af væksten i det offentlige forbrug

Historisk har forsvarsudgifterne kun udgjort en begrænset del af væksten i det offentlige forbrug, da der ikke har været store udsving i deres størrelse som andel af BNP eller det samlede offentlige forbrug. I det kommende årti vil forsvarsudgifterne udgøre en væsentlig del af væksten i det offentlige forbrug. For at illustrere betydningen af en stigning i forsvarsudgifterne på 19½ mia. kr. mod 2033 kan det nævnes, at der i nærværende fremskrivning er en vækst i det offentlige forbrug ekskl. afskrivninger på 30 mia. kr. i 2022-priser fra 2025 til 2030. Hvis den ønskede vækst i forsvarsudgifterne skal forenes med den kommende saldomålsætning i 2030, kan det blive nødvendigt at reducere væksten i det offentlige forbrug i forhold til det beregningstekniske forløb, gennemføre reformer eller hæve skatterne.

FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Finanspolitikken i 2022 er mere ekspansiv end i 2019

Finanspolitikken har været usædvanlig i de seneste år, hvor håndteringen af covid-19 har medført store midlertidige udsving i det offentlige forbrug og subsidier i form af hjælpepakker til erhvervslivet. Når den aktuelle finanspolitik skal vurderes, giver det således mening at sammenligne med situationen i 2019, hvor der var en mere normal situation for den offentlige økonomi. Set i forhold til 2019 er finanspolitikken i 2022 blevet lempet, så den isoleret set øger BNP med ca. 1¼ pct., jf. tabel II.7. Det er særligt udgifterne, der har øget aktiviteten. Det offentlige forbrug har alene øget aktiviteten svarende til ca. 1 pct. af BNP, hvilket skal ses i lyset af, at der i år har været ekstra udgifter til blandt andet håndtering af covid-19. Hertil kommer ekstra udgifter til forsvaret og håndtering af de ukrainske flygtninge, der er kommet til landet.

TABEL II.7 FINANSEFFEKT

Finanspolitikken øger den økonomiske aktivitet i 2022 og 2023.

	2022 a)	2023 b)
	Pct.	
Udgifter i alt	1,1	0,0
offentligt forbrug	0,9	-0,1
offentlige investeringer	0,2	0,1
øvrige	0,0	0,0
Indtægter i alt	0,2	0,0
personlige skatter	0,0	0,0
afgifter	0,1	0,0
øvrige	0,2	0,0
Øvrige forhold	-0,1	0,2
Finanseffekt i alt	1,3	0,2

a) Finanseffekten for 2022 er set i forhold til 2019.

b) Finanseffekten for 2023 er set i forhold til 2022.

Anm.: Beregningen af finanseffekten i 2022 er set i forhold til 2019, da covid-19 har medført en række midlertidige ændringer i strukturelle niveauer, der gør, at beregningen af finanseffekten i de enkelte år kan være vanskelig at fortolke.

Kilde: Egne beregninger.

Også udsigt til ekspansiv finanspolitik i 2023

Finanspolitikken for 2023 fastlægges først endeligt i forbindelse med forslaget til finanslov og kan først vurderes på dette tidspunkt. Der er dog nogle forhold, der allerede kendes på nuværende tidspunkt og deres effekt på finanspolitikken kan vurderes. Der er foreslået udgiftslofter for 2023, så det planlagte offentlige forbrug kendes allerede. Der ventes en lav vækst i det samlede offentlige forbrug, da de midlertidige udgifter til covid-19 er forudsat at ophøre. Offentligt forbrug, der ikke er relateret til covid-19, ventes imidlertid at vokse relativt kraftigt. Derfor bliver der samlet set kun et lille negativt vækstbidrag fra det offentlige forbrug. Dette negative bidrag opvejes dog af et særligt engangsforhold. I takt med, at de nye ejendomsvurderinger bliver klar, vil nogle boligejere få tilbagebetalt for meget indbetalt ejendomsskat. Udbetalingerne til boligejerne i løbet af 2023, vil øge aktiviteten i 2023. Samlet vurderes finanspolitikken at hæve BNP med ca. ¼ pct. af BNP i 2023.

II.7 EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

Indhold i afsnittet

Siden foråret 2020 har dansk økonomi været stærkt påvirket af to ekstraordinære omstændigheder. Covid-19 ramte Danmark og resten af verden i foråret 2020, og der har været store udgifter til test og vaccinationer helt frem til foråret 2022. Konsekvenserne af Ukraine-krigen har kunnet mærkes siden februar 2022. Dette afsnit har fokus på, hvordan håndteringen af de to kriser mere formelt skal ses i forhold til reglerne om exceptionelle omstændigheder i EU's finanspolitiske rammeværk og budgetloven. Først beskrives baggrunden for reglerne om exceptionelle omstændigheder. Dernæst beskrives de kriterier, som mere formelt definerer, hvornår dansk økonomi er ramt af exceptionelle omstændigheder, og hvem der foretager denne vurdering. Efterfølgende diskuteres, hvorvidt krisetiltagene i 2020 til 2022 kan begrundes med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

REGLERNE OM EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

Saldogrænser kan afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder, …

I det europæiske finanspolitiske regelsæt er der en grænse for den faktiske offentlige saldo på 3 pct. af BNP, som er ens for alle lande, og en grænse for den strukturelle saldo, som afviger fra land til land. Disse grænser skal som udgangspunkt overholdes hvert år. Der er dog en undtagelse, når et lands økonomi er påvirket af en usædvanlig hændelse uden for statens kontrol, hvor det er tilladt midlertidigt at afvige fra de normale saldogrænser. Muligheden for at afvige fra saldogrænsen er indarbejdet i de finanspolitiske regler for at sikre, at der er en vis grad af fleksibilitet i rammeværket, så helt usædvanlige og midlertidige begivenheder kan håndteres uden, at der under krisen skal ske stramninger af skatte- eller udgiftspolitikken eller andre opstramninger af de offentlige finanser.

… hvor der ikke er krav om finansiering af nye krisetiltag

I forhold til budgetloven kan der altid gennemføres nye tiltag. Men såfremt tiltagene indebærer, at underskudsgrænsen overskrides, er der et krav om finansiering i det samme år. Det gælder dog ikke i en situation, hvor der erklæres exceptionelle omstændigheder. I budgetloven henvises til EU's definitioner af exceptionelle omstændigheder, der dog ikke indeholder en præcis oversigt over, hvad der kan være exceptionelle omstændigheder. Det er altså et spørgsmål om fortolkning, hvorvidt udgifter kan tilskrives en exceptionel begivenhed uden for statens kontrol.

DEFINITION AF EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

I både stabilitets- og vækstpagten, finanspagten og budgetloven er der omtalt, at de normale saldogrænser kan afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder.

Exceptionelle omstændigheder er i stabilitets- og vækstpagten defineret som en usædvanlig begivenhed, der er uden for statens kontrol, eller et alvorligt økonomisk tilbageslag.

Der er ikke nogen præcis definition af, hvad der kan være en usædvanlig begivenhed uden for statens kontrol, mens et alvorligt tilbageslag er defineret som:

- Negativ vækst i BNP eller
- Et akkumuleret produktionstab igennem en længere periode med lav realvækst i BNP i forhold til den potentielle vækst.

Endeligt kræves det, at udgifterne, som besluttes med henvisning til en exceptionel omstændighed, skal være væsentlige, før der kan erklæres en exceptionel begivenhed.

Danmark er ofte blevet ramt af usædvanlige begivenheder

I de seneste 15 år er Danmark flere gange blevet ramt af udefra kommende begivenheder, der er usædvanlige og uden for statens kontrol. I efteråret 2008 udløste finanskrisen en dyb lavkonjunktur, der medførte en negativ økonomisk vækst og et stort negativt output gap i en årrække derefter. Finanspolitikken blev lempet markant, og den strukturelle saldo blev forværret fra et overskud på 0,8 pct. af BNP i 2008 til et underskud på 1,1 pct. af BNP i 2010. I 2014 og 2015 søgte et stort antal syriske flygtninge asyl i Danmark, og dette pressede de offentlige budgetter. I dette tilfælde blev der ikke erklæret exceptionelle omstændigheder, og flygtningeudgifter blev finansieret inden for de eksisterende saldogrænser. I 2020 blev Danmark og Europa ramt af covid-19, som har haft negative konsekvenser for de offentlige finanser helt frem til 2022. I 2022 brød der krig ud i Ukraine med heraf følgende flygtningestrømme til Danmark og stigende priser. I begge de sidstnævnte tilfælde er finanspolitikken lempet med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

Nye tiltag skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed

Når der først er erklæret exceptionelle omstændigheder, så er det som nævnt muligt at gennemføre ikke-finansierede tiltag, der bringer underskuddet over grænsen. Det er dog en forudsætning, at tiltagene opfylder bestemte betingelser, som er formuleret i stabilitets- og vækstpagten. De formelle krav er, at nye ikke-finansierede tiltag samlet set skal

være væsentlige, direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed og midlertidige. Kravet om en væsentlig betydning for de offentlige finanser afspejler, at exceptionelle omstændigheder er forbeholdt store og usædvanlige kriser. Kravet om, at tiltag skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, afspejler, at der stadig bør være budgetdisciplin på de områder af de offentlige budgetter, som ikke er påvirket af den exceptionelle omstændighed. Det er for eksempel ikke muligt at begrunde klimainvesteringer med en sundhedskrise. Endelig indebærer kravet om midlertidighed, at der som udgangspunkt kun kan afviges fra grænsen for den strukturelle saldo i op til tre år.

KRAV UNDER EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

I beskrivelsen af reglerne i stabilitets- og vækstpagten er omtalt krav, der skal være opfyldt for, at udgifter kan tillades under en exceptionel omstændighed. Det gælder, at udgifterne, som besluttes, skal være en følge af en usædvanlig begivenhed udenfor statens kontrol, og udgifterne skal have en væsentlig betydning for de offentlige finanser. Det er dog ikke alle udgifter, der kan afholdes i tilfælde af en exceptionel begivenhed.

De formelle krav til nye udgifter under en exceptionel omstændighed er:

- De skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed
- De skal være midlertidige.

Vanskeligt at vurdere om tiltag opfylder krav

Der er dog ingen nærmere definition af, hvad der forstås ved direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, og det kan blandt andet derfor være vanskeligt at vurdere, om kravene er overholdt. Det vil i praksis altid bero på et skøn, om et nyt tiltag er direkte knyttet til en exceptionel omstændighed, eller der er tale om afledte konsekvenser. Coronapandemien førte i foråret 2020 til politiske beslutninger om nedlukninger, der bidrog til en omfattende økonomisk krise. For at mindske konsekvenserne af krisen blev det besluttet at indføre en række hjælpepakker. Ideelt set burde disse være målrettet nedlukkede virksomheder, men i praksis var det vanskeligt hurtigt at designe målrettede hjælpepakker, hvorfor også virksomheder, der ikke var nedlukkede, blev omfattet af hjælpepakkerne. De generelle hjælpepakker var altså ikke fuldt ud direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, men det var ikke muligt at designe et nyt tiltag, der var direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed inden for en kort tidsfrist.

KRISETILTAGENE I 2020 TIL 2022

Exceptionelle omstændigheder som følge af konjunktur i 2020

Tilbage i foråret 2020 blev der erklæret exceptionelle omstændigheder i både EU som helhed og i Danmark. De exceptionelle omstændigheder i EU blev erklæret først af EU-Kommissionen og tiltrådt af EU's ministerråd. Det skete med henvisning til konjunktursituationen. I Danmark erklærede både regeringen og formandskabet for De Økonomiske Råd også i foråret, at der var exceptionelle omstændigheder som følge af en lavkonjunktur, hvor der var udsigt til en negativ vækst i BNP. Den exceptionelle omstændighed var således en økonomisk krise udløst af en verdensomspændende pandemi.

Sundhedskrise i 2021 og 2022 og krig i Ukraine i 2022

I løbet af 2021 forbedredes den økonomiske situation sig imidlertid væsentligt i Danmark, og både regeringen og formandskabet for De Økonomiske Råd mente, at den exceptionelle omstændighed i form af en økonomisk krise ophørte i løbet af 2021, men formandskabet vurderede, at der fortsat var en sundhedskrise, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. I foråret 2022 har Finansministeriet valgt at betegne krigen i Ukraine som en exceptionel omstændighed, og den økonomiske politik er i perioden blevet lempet uden finansiering med henvisning til udgifter knyttet til de særlige begivenheder.

Under en lavkonjunktur er mange tiltag tilladte, …

Det er et krav, at et tiltag, der gennemføres med henvisning til en exceptionel omstændighed, skal være direkte rettet mod begivenheden. Her er der forskel på, hvilke typer af tiltag der er rettet mod en begivenhed afhængigt af, om det er en dyb lavkonjunktur eller en mere specifik begivenhed. Under en dyb lavkonjunktur er aktiviteten i samfundet for lav. Her vil alle tiltag, der er med til at øge aktiviteten i samfundet, kunne betegnes som direkte rettet mod den økonomiske krise, selvom nogle tiltag vil være mere hensigtsmæssige i stabiliseringspolitikken end andre. Langt de fleste offentlige udgifter vil øge aktiviteten i Danmark. Det er kun nogle få typer udgifter som udviklingsbistand og EU-bidrag, der stort set ikke har en direkte virkning på aktiviteten i Danmark.

… mens rammerne er mere snævre under en mere specifik krise

Under de mere specifikke kriser som en sundhedskrise er rammerne for hvilke udgifter, der kan henføres til krisen, mere snævre. Eksempelvis ville et initiativ, der i 2020 gennemføres for at stimulere økonomien uden at have nævneværdig effekt på smitteudviklingen, kunne begrundes med den økonomiske krise i 2020, mens et tilsvarende tiltag ikke kan begrundes med sundhedskrisen i vinteren 2021-22.

Tiltag under covid-19 opfyldte betingelserne

Tiltagene gennemført under covid-19 har opfyldt de formelle krav fra stabilitets- og vækstpagten til at kunne undtages for grænsen for den strukturelle saldo. Ideelt set kunne hjælpepakkerne have været designet som målrettede tiltag, men det var ikke muligt i praksis. Derimod er

det mere tvivlsomt om alle udgifter, der er foreslået med henvisning til krigen i Ukraine, opfylder kravene om at være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed og være midlertidige, jf. tabel II.8.

TABEL II.8 GENNEMFØRTE TILTAG UNDER EXCEPTIONELLE BEGIVENHEDER

Tiltagene under covid-19 var samlet set væsentlige, mens det stadig er uklart, hvor store udgifterne i forbindelse med krigen i Ukraine bliver. Størstedelen af tiltagene under covid-19 har været direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed og midlertidige.

Exceptionel omstændighed	Væsentlige	Direkte knyttet	Midlertidige
Covid-19	Ja		
Sundhedsudgifter		Ja	Ja
Generelle hjælpepakker		Delvist	Ja
Målrettede hjælpepakker		Ja	Ja
Minkkompensation		Ja	Ja
Ukraine	Ja		
Flygtninge		Ja	Ja
Våbenleverancer til Ukraine		Ja	Ja
Udstationering af tropper i Baltikum og Polen		Delvist	Nej
Andre stigninger i forsvarsudgifterne		Nej	Nej
Varmecheck		Nej	Ja

Anm.: Finansministeriet har ikke specificeret, hvor store udgifter der samlet set er forudsat undtaget fra saldogrænsen i 2022, og der er heller ikke en fordeling på de underposter, der er vist i denne tabel.

Uklart hvad der forstås ved en væsentlig betydning for offentlige finanser

Der er et krav om, at en begivenhed skal have en væsentlig betydning for de offentlige finanser for, at den kan betegnes som exceptionel. I EU-Kommissionens beskrivelse af exceptionelle omstændigheder er der imidlertid ikke nogen definition af, hvor store udgifter der skal til for, at de kan betegnes som væsentlige. I beskrivelsen af engangsforhold fremgår, at et engangsforhold skal udgøre mindst 0,1 pct. af BNP for at kunne betegnes som væsentligt.[19] Det er muligt, at der er det samme

19) Engangsforhold er midlertidige forhold, der har en midlertidig effekt på den faktiske og strukturelle offentlige saldo uden, at det medfører en permanent effekt. Engangsforhold kan være et resultat af politiske beslutninger, og de kan derfor være inden for statens kontrol modsat exceptionelle omstændigheder. Engangsforhold kan have såvel en positiv som en negativ betydning for de offentlige finanser i et givet år. Udbetaling af efterlønsbidraget er et eksempel på et engangsforhold, der i året, hvor de blev udbetalt, svækkede saldoen, mens beskatningen af udbetalingen af de indefrosne feriepenge styrkede saldo i de år, hvor de blev udbetalt.

krav til størrelsen af udgifter i forbindelse med exceptionelle omstændigheder, men det er ikke specificeret i reglerne for stabilitets- og vækstpagten.

Covid-19 var en væsentlig krise, …

Covid-19 påvirkede de offentlige finanser væsentligt i form af en lavkonjunktur og sundhedskrise med efterfølgende nedlukninger af del af samfundet. De gennemførte tiltag i form af højere sundhedsudgifter, hjælpepakker mv. har ifølge Finansministeriets opgørelser udgjort ca. 100 mia. kr. over de tre år 2020-22, jf. figur II.49. Et krav om finansiering ville kræve væsentlige besparelser eller skattestigninger, som ikke ville have været hensigtsmæssige eller mulige.

… men mindre effekt af Ukraine-krig på offentlige finanser

Der er stadig stor usikkerhed om de samlede udgifter til flygtninge fra Ukraine, mens udgifterne til blandt andet varmecheck blandt andet afhænger af, hvor store kompensationsordninger Folketinget beslutter. Der er foreløbigt besluttet ufinansierede udgifter på 1 mia. kr. til varmecheck og 3½ mia. kr. til øgede forsvarsudgifter i 2022.[20] Hertil kommer ekstra udgifter til flygtninge, hvor udgifterne i 2022 afhænger af antallet af ukrainske flygtninge. De samlede udgifter må med de aktuelle skøn for antallet af flygtninge formodes at overstige 0,1 pct. af BNP.

Udgifter til covid-19 frem til foråret 2022 var direkte knyttet til pandemien

Der har været afholdt udgifter på omkring 100 mia. kr. i forbindelse med covid-19. Det afspejler blandt andet udgifter til test, vaccinationer og hjælpepakker. Udgifterne har været direkte knyttet til krisen, og givet sundhedskrisen må karakteriseres som afsluttet i starten af foråret 2022, så har de også vist sig at være midlertidige.

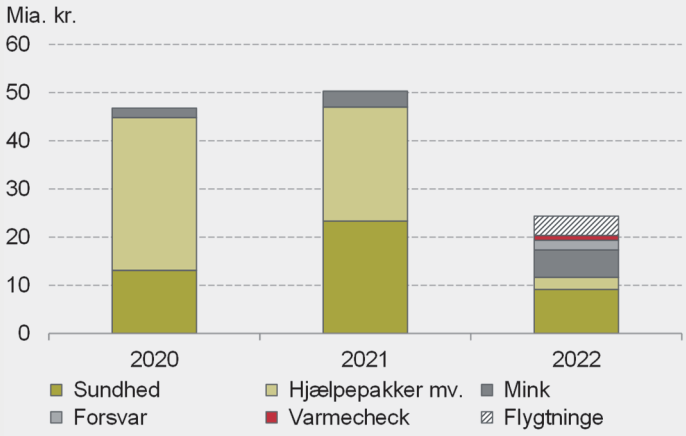
Forøgede sundhedsudgifter fremadrettet vil som udgangspunkt ikke være exceptionelle

Det kan ikke udelukkes, at der også fremadrettet vil være udgifter knyttet til håndtering af nye varianter af covid-19. Det kan eksempelvis være, hvis der bliver behov for løbende at genvaccinere befolkningen i de kommende år. En løbende genvaccination af befolkningen vil ikke kunne betragtes som en exceptionel udgift, men må betragtes som en udgift på linje med influenzavaccinationsprogrammet. Tilsvarende vil et eventuelt forøget pres på de medicinske afdelinger som følge af sæsonmæssigt tilbagevendende covid-19-epidemier også skulle håndteres indenfor de generelle rammer for det offentlige forbrug.

20) Af de 3½ milliard i ekstra forsvarsudgifter er det forudsat, at 1½ vil være under udgiftsloftet for statslige driftsudgifter, mens 2 mia. kr. er udenfor udgiftslofter. Det kan indikere, at Finansministeriets kun vil fortolke de sidste 2 mia. kr. som direkte knyttet til krigen i Ukraine.

FIGUR II.49 KRISETILTAG 2020-22

Der er undtaget udgifter knyttet til covid-19 og krigen i Ukraine fra grænsen for den strukturelle saldo på ca. 120 mia. kr. i de seneste tre år.



Anm.: I figuren er medtaget de beløb, Finansministeriet korrigerer for i forbindelse med vurderingen af, om den strukturelle saldo overholder saldogrænsen. Der har været andre krisetiltag under covid-19 til blandt andet ekstra offentlige investeringer, som Finansministeriet ikke har undtaget fra de normale saldogrænser. For Ukraine-krigen er medtaget 2 mia. kr. i forsvarsudgifter, der holdes uden for udgiftslofter og antages at være Finansministeriets bud på, hvad der kan undtages fra underskudsgrænsen. Der er 1 mia. kr. fra udvidelsen af varmechecken i marts 2022. De samlede udgifter til flygtninge er forbundet med stor usikkerhed, da de afhænger af antallet, der søger til Danmark, og er derfor skraveret i figuren.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022*, *Forslag til lov om ændring af udgiftslofter som følge af aftale om nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik m.v.* og Klima-, Energi og Forsyningsministeriet, *Tillægsaftale om målrettet varmecheck*.

Hjælpepakker under covid-19 knyttet til exceptionel omstændighed

De generelle hjælpepakker var særligt i starten meget store, og statens udgifter til hjælpepakker mv. er opgjort til knap 60 mia. kr. i 2020 til 2022. De generelle hjælpepakker blev gennemført med henvisning til nedlukningerne og den økonomiske tilbagegang, der var udsigt til, da pandemien brød ud. De generelle hjælpepakker var ikke afgrænset til virksomheder, der var tvangslukkede af hensyn til at nedbringe kontakten i samfundet, hvilket delvist skyldtes, at det var vanskeligt at designe målrettede hjælpepakker.

Udgifter til mink adskiller sig fra de øvrige udgifter

Beslutningen om at aflive alle mink i Danmark blev truffet som følge af sundhedskrisen. En beslutning om at aflive alle mink ville imidlertid havde så store økonomiske konsekvenser for de enkelte minkavlere, hvis det ikke var valgt at yde en statslig kompensation, at staten kunne risikere at have tabt en retssag. Ifølge EU's retningslinjer er det muligt at undtage udgifter som en konsekvens af tabte retssager fra vurderingen af, om et land overholder saldogrænserne. Derfor kan kompensationen til minkavlerne undtages fra den strukturelle saldo, uanset om de er en konsekvens af en exceptionel omstændighed eller ej.

De aftalte udgifter henført til krigen i Ukraine er langt mindre end udgifter til covid-19

Der hersker aktuelt stor usikkerhed om, hvor store de samlede udgifter i forbindelse med krigen i Ukraine vil blive. Det vil i høj grad afhænge af, hvor mange flygtninge der kommer til Danmark, og hvor længe de bliver i landet. De øvrige udgifter, der er aftalt ufinansieret med henvisning til krigen, er forholdsvis små, idet er indtil videre blot er undtaget forsvarsudgifter på 2 mia. kr. og en varmecheck på 1 mia. kr.

Forøgelsen af andre forsvarsudgifter er ikke midlertidige

Det er i det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik besluttet gradvist at hæve forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP i 2033. Der er altså tale om permanente udgifter, der vil kræve en langsigtet finansiering. Det er også aftalt i det nationale kompromis, at de øgede forsvarsudgifter skal holdes inden for rammen af budgetloven, hvor underskudsgrænsen ændres fra ½ til 1 pct. af BNP. På kort sigt er det imidlertid besluttet at øge forsvarsudgifterne i 2022 med 3½ mia. kr. ufinansieret med henvisning til Ukraine-krigen. Det svækker den offentlige saldo og den strukturelle saldo i år. Der er tre typer af nye forsvarsudgifterne i 2022 i form af våbenudgifter til Ukraine, udgifter til udstationering af tropper i Baltikum og Polen og øvrige stigninger i forsvarsudgifterne. Permanente udgifter skal som udgangspunkt afholdes indenfor saldogrænserne, og hovedparten af de ekstra forsvarsudgifter har langvarig eller permanent karakter. *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* øger de danske samlede forsvarsudgifter permanent, mens en udstationering af tropper i Baltikum kan blive af langvarig karakter. Derimod er udgifter til våbenleverancer til Ukraine forhåbentligt af midlertidig karakter.

Varmecheck er kun indirekte knyttet til krigen i Ukraine

Krigen i Ukraine medfører stigende energipriser. De stigende energipriser er dog kun delvist en følge af krigen i Ukraine, da prisen på el og gas allerede var steget før krigsudbruddet. Den første aftale om en varmecheck (der var finansieret) blev da også indgået før krigsudbruddet. Historisk har der været flere store udsving i energipriserne, som har haft forskellige årsager. Når der har været jævnlige udsving i energipriserne er det ikke oplagt at benævne højere energipriser som en usædvanlig begivenhed. Samtidig må beslutningen om en varmecheck til lavindkomst familier opfattes som en fordelingspolitisk beslutning.

Det er en legitim politisk prioritering at beslutte en varmecheck til udvalgte grupper, men det er en beslutning, der er indenfor statens kontrol og ikke direkte knyttet til udefra kommende forhold.

Udgifter til flygtninge tidligere betegnet som exceptionelle

EU-Kommissionen har tidligere vurderet, at den store tilstrømning af flygtninge fra Syrien i 2015 kunne opfattes som en exceptionel omstændighed. Der er altså præcedens for at betegne ankomsten af et stort antal flygtninge som en exceptionel omstændighed i EU. Danmark betegnede dog som nævnt ikke de syriske flygtninge som en exceptionel begivenhed, men det udelukker ikke, at de ukrainske flygtninge kan udgøre en exceptionel omstændighed.

DISKUSSION AF PRAKSIS

Danmark har været ramt af kriser i tre år, …

Covid-19 var en meget stor krise, som krævede en hurtig og stor finanspolitisk respons. Ukraine-krigen er også en meget speciel situation, som blandt andet påvirker Danmark gennem en stigning i antallet af flygtninge. Begge kriser er kommet udefra og har været uden for de europæiske staters kontrol. De indebærer også udgifter af en størrelse, der kan betegnes som væsentlige for de offentlige finanser. Betingelserne for at betegne dem som exceptionelle omstændigheder er altså opfyldt.

… men nogle tiltag er kun indirekte knyttet til krisen

Det vil dog være relevant at diskutere, hvordan man nærmere afgrænser tiltag, som kan gennemføres som reaktion på den ekstraordinære omstændighed, og hvordan tiltagene mere præcist begrundes med reference til reglerne i stabilitets- og vækstpagten. Langt de fleste udgifter, der indtil nu har været afholdt med henvisning til exceptionelle omstændigheder, har været af midlertidig karakter og opfylder derved denne forudsætning i stabilitets- og vækstpagten. Det er derimod ikke alle tiltag, der har været direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed. Kompensationer til husholdninger for højere energipriser er kun indirekte knyttet til Ukraine-krigen, og den konkrete størrelse af kompensationerne er udtryk for en politisk prioritering. Det er umuligt at forudsige, hvilke kriser Danmark rammes af fremover. Men efter tre år med exceptionelle omstændigheder bør det diskuteres, hvad der er det begrænsende princip i forhold til budgetloven.

II.8 VURDERINGER OG ANBEFALINGER

FINANSPOLITIKKEN BØR IKKE VÆRE LEMPELIG

Højt aktivitetsniveau i dansk økonomi før krigen i Ukraine …

Aktivitetsniveauet i dansk økonomi var højt ved indgangen til året. Produktion og beskæftigelse steg kraftigt gennem 2021, og i begyndelsen af 2022 var beskæftigelsen ca. 3¾ pct. over det strukturelle niveau. Udsigt til begyndende konjunkturnormalisering, nedskalering af coronaindsatsen samt uventet høj inflation trak i retning af afdæmpet vækst allerede forud for Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar. Krigen forstærker imidlertid de negative impulser til væksten betydeligt, og på denne baggrund forventes omtrent stilstand i dansk økonomi gennem året og svag vækst i 2023. Prognosen indebærer, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et beskæftigelsesgap i 2023 på ca. 1¾ pct.

… og derfor burde finanspolitikken have været strammere

Finanslovsforslaget for 2022 indebar en lempelse af finanspolitikken set i forhold til niveauet før pandemien, dvs. finanspolitikken i 2019. Finanspolitikken bidrager dermed til at øge efterspørgselspresset, hvilket vurderes at være uhensigtsmæssigt set i lyset af det høje aktivitetsniveau og positive konjunkturudsigter, der var i begyndelsen af året – i stedet burde finanspolitikken have bidraget til at dæmpe efterspørgselspresset, jf. også anbefalingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

Udgifter til vacciner, varmecheck, forsvar og flygtninge har lempet finanspolitikken efter finansloven

Efter finanslovsforslaget har der været flere finanspolitiske tiltag: I begyndelsen af året blev udgifterne til test og vaccine øget, efter krigsudbruddet i Ukraine er det besluttet at udbetale varmecheck, der er bevilget et løft i forsvarsudgifterne, og endelig indebærer tilstrømningen af flygtninge et endnu ukendt løft i de offentlige udgifter. De allerede vedtagne merudgifter er hovedsageligt ufinansierede, og dermed lempes den i forvejen lempelige finanspolitik yderligere.

Trods svækkede vækstudsigter vurderes finanspolitikken at være for lempelig

Samlet skønnes finanspolitikken at øge aktivitetsniveauet i 2022 med ca. 1¼ pct. i forhold til 2019. Fra 2022 til 2023 skønnes en aktivitetseffekt på ca. ¼ pct., primært som følge af tilbagebetalingen af ejendomsskatter i 2023. Selvom krigen i Ukraine og den stigende inflation udgør en negativ impuls til væksten og øger usikkerheden, er der udsigt til en fortsat høj beskæftigelse, som også i 2023 vil befinde sig klart over det strukturelle niveau. Det er derfor fortsat vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive.

Højere udgifter bør finansieres, så efterspørgselspres ikke øges

Aktuelt forhandles endvidere om en forhøjelse af ældrechecken. Det er et politisk valg, om udvalgte grupper skal tilgodeses. Ud fra en samfundsøkonomisk vurdering bør øgede udgifter i den nuværende situation dog finansieres på en måde, der sikrer, at det samlede efterspørgselspres ikke øges. Det er derfor positivt, at der nu lægges op til at finde en egentlig finansiering af ekstra udgifter. En øget efterspørgsel som følge af ufinansierede løft i udgifterne vil formentlig kun have en begrænset effekt på inflationen på helt kort sigt, men afledte effekter af det øgede pres på arbejdsmarkedet kan bidrage til at øge såvel inflationen som inflationsforventningerne. Opstår der forventninger om yderligere ufinansierede kompensationer, øges risikoen for, at inflationsforventningerne drives op, og omkostningerne ved at bringe forventningerne ned igen kan blive betydelige.

Lavere saldogrænse bør ikke føre til lempelser

Finanspolitikken for 2023 planlægges først i detaljer med forslaget til finanslov. Med den aktuelle vurdering af konjunktursituationen vurderes finanspolitikken for 2023, der er præsenteret i *Økonomisk Redegørelse, maj 2022,* dog at være til den lempelige side. Den 1. juli sænkes grænsen i budgetloven til et underskud på 1 pct. af BNP, jf. nedenfor. Den lavere saldogrænse bør imidlertid ikke anvendes til at lempe finanspolitikken i den nuværende situation. Presset på arbejdsmarkedet er aktuelt bredt funderet, og øgede offentlige udgifter risikerer at øge presset. Byggeriet er blandt de brancher, hvor beskæftigelsesfremgangen siden 2019 er særlig høj, og øget byggeaktivitet i form af offentlige investeringer vil dermed i særlig grad øge kapacitetspresset, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

Fremskyndelse af grøn omstilling kan øge pres på arbejdsmarkedet

De høje priser på fossile brændsler kan medvirke til at fremskynde den grønne omstilling. En hurtigere grøn omstilling risikerer at øge presset markant på dele af arbejdsmarkedet, som allerede står overfor et højt efterspørgselspres. Dette understreger vigtigheden af, at finanspolitikken generelt ikke bør øge efterspørgslen efter samme type arbejdskraft; snarere bør finanspolitikken virke til at dæmpe den.

OVERSKRIDELSE AF SALDOGRÆNSE I 2022 KAN TILSKRIVES COVID-19-TILTAG

Underskud på den strukturelle saldo er større end ½ pct. af BNP i 2022, …

Det strukturelle underskud vurderes i år at blive på 0,6 pct. af BNP, og der er dermed udsigt til en lille overskridelse af den gældende grænse i budgetloven, som frem til 1. juli 2022 stadig er -½ pct. af BNP. Der er tale om en forværring af den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP siden *Dansk Økonomi, efterår 2021*, hvor formandskabet vurderede finanslovsforslaget. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes helt overvejende, at finanspolitikken er lempet siden forslaget til finanslov. Det

er umiddelbart kun tilladt at svække den strukturelle saldo ned under grænsen i budgetloven, hvis de finanspolitiske lempelser kan tilskrives exceptionelle omstændigheder.

… men overskridelsen er tilladt, fordi den kan tilskrives covid-19

En væsentlig del af de finanspolitiske lempelser indtil videre er knyttet til udgifter til håndtering af covid-19. Ifølge Finansministeriet har udgifter til test, vaccinationer mv. svækket den strukturelle saldo med ca. 0,5 pct. af BNP i år. Håndtering af covid-19 i starten af året vurderes at være knyttet til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, og derfor vurderes det, at overskridelsen af grænsen for den strukturelle saldo kan henføres til en exceptionel omstændighed.

Krigen i Ukraine kan opfattes som en ny exceptionel omstændighed, …

Som nævnt ovenfor er der efter finanslovens fremlæggelse også gennemført en række ufinansierede tiltag, som er begrundet med krigen i Ukraine: Det er besluttet at øge forsvarsudgifterne med 3½ mia. kr., og der er aftalt en ufinansieret varmecheck på 1 mia. kr. Dertil kommer et endnu ukendt løft i de offentlige udgifter til flygtninge. Regeringen har argumenteret for, at disse udgifter også kan undtages fra grænsen for den strukturelle saldo med henvisning til, at krigen i Ukraine kan opfattes som en exceptionel omstændighed. Formandskabet er enigt i, at krigen i Ukraine kan opfattes som en exceptionel omstændighed.

.. men udgifter til varmecheck mv. bør ikke undtages fra saldogrænsen

For at kunne undtage udgifter fra grænsen for den strukturelle saldo skal udgifterne imidlertid både være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed og være midlertidige. Formandskabet vurderer, at den del af de øgede udgifter, der går til nødhjælp og våbenleverancer til Ukraine samt udgifter til flygtninge i Danmark, kan betegnes som både midlertidige og direkte knyttet til krigen i Ukraine. Andre dele af de højere forsvarsudgifter, herunder udstationering af flere soldater i Baltikum, vil formentlig være en del af et permanent løft, og formandskabet vurderer derfor ikke, at disse kvalificerer til at blive undtaget fra budgetlovens underskudsgrænse. Tilsvarende vurderer formandskabet, at varmechecken er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine. Udgifter til kompensation for højere energipriser bør efter formandskabets vurdering derfor ikke opfattes som exceptionelle i budgetlovens forstand.

Regler og praksis for exceptionelle omstændigheder bør diskuteres, når budgetlov skal revideres

Et hovedformål med budgetloven er at sikre troværdighed om de offentlige finanser. Loven skal derfor sikre overholdelse af saldogrænsen, men samtidig give en vis fleksibilitet i tilrettelæggelsen af finanspolitikken. Netop behovet for fleksibilitet er baggrunden for budgetlovens regler om exceptionelle omstændigheder, der indebærer, at budgetbegrænsningen for dele af statsbudgettet kan ophæves midlertidigt. Det er ikke muligt at definere reglerne for en kommende krise præcist i budgetloven. Det er imidlertid oplagt, at argumenterne bør være klare

og velbegrundede for at erklære exceptionelle omstændigheder. Regler og praksis for exceptionelle omstændigheder bør derfor diskuteres i forbindelse med en kommende revision af budgetloven.

HENSIGTSMÆSSIGT AT SÆNKE UNDERSKUDSGRÆNSEN

Aftale om en underskudgrænse på 1 pct. af BNP i budgetloven

Et flertal i Folketinget har indgået en aftale om et nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik. Som en del af aftalen er partierne enige om at revidere budgetloven med henblik på at ændre underskudsgrænsen for den strukturelle saldo til 1 pct. af BNP, hvor den hidtidige grænse i budgetloven er ½ pct. af BNP. Endvidere er partierne enige om, at det vil være hensigtsmæssigt at sigte efter et offentligt underskud på omkring ½ pct. af BNP i 2030.

Gode argumenter for at sænke underskudsgrænsen

Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrænse til 1 pct. af BNP, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Vurderingen bygger for det første på, at finanspolitikken med de nuværende beregningsforudsætninger vurderes at være mere end holdbar. Dertil kommer, at en lavere underskudsgrænse i en situation med udsigt til en demografisk betinget stigning i det offentlige underskud mindsker risikoen for, at der opstår behov for at gennemføre stramninger af finanspolitikken alene ud fra hensynet om at overholde underskudsmålet. Med forudsætningerne i denne prognose er den strukturelle saldo et stykke over den kommende underskudsgrænse hele vejen frem til 2030.

Udsigt til at et underskudsmål i 2030 på ½ pct. af BNP kan overholdes

Konkret indebærer fremskrivningen, at der er udsigt til et underskud på den strukturelle saldo i 2030 på ca. ¼ pct. af BNP, når det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb fra 2025 til 2030. Der er altså umiddelbart udsigt til, at den kommende underskudsmålsætning på ½ pct. af BNP kan realiseres uden behov for besparelser, skattestigninger eller nye reformer.

Stigende forsvarsudgifter vil kræve skarpe prioriteringer

Aftalen om dansk sikkerhedspolitik indebærer imidlertid et løft af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP i 2033. Af aftalen fremgår det ikke tydeligt, hvordan de øgede forsvarsudgifter skal finansieres. Hvis den aftalte vækst i forsvarsudgifterne skal forenes med den kommende saldomålsætning i 2030, kan det blive nødvendigt at reducere væksten i det offentlige forbrug ekskl. forsvarsudgifter i forhold til det beregningstekniske forløb, gennemføre reformer eller hæve skatterne. Det må derfor forventes, at de kommende år vil være præget af markante prioriteringsdiskussioner om behovet for at gennemføre reformer, der kan øge råderummet.

Implikationerne af nationalt kompromis burde have været bedre belyst

I lyset heraf er det derfor positivt, at regeringen har annonceret, at den til efteråret vil fremlægge en 2030-plan. Det ville dog have være hensigtsmæssigt, hvis konsekvenserne af aftalen for finanspolitikken af det nationale kompromis var bedre belyst ved indgåelsen af aftalen. Det kunne have bidraget til en større forståelse af konsekvenserne både før og efter 2030.

LITTERATUR

Bachmann, R., D. Baqaee, C. Bayer, M. Kuhn, A. Löschel, B. Moll, A. Peichl, K. Pittel og M. Schularick (2022): What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia. Policy Brief No. 28. ECONtribute.

Beckmann, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, N. Sonnenburg og U. Stolzenburg (2022): Inflation expectations: quo vadis? Publikation til Europa-Parlaments økonomi- og valutaudvalg.

Bernanke, B.S., M. Gertler og M. Watson (1997): Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997(1).

Beskæftigelsesministeriet (2020): Aftale om en ny ret til tidlig pension. *Aftaletekst*.

Blanchard, O. (2018): Should We Reject the Natural Rate Hypothesis? *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), s. 97-120.

Candia, B., O. Coibion og Y. Gorodnichenko (2020): Communication and the Beliefs of Economic Agents. NBER Working Paper No. 27800.

Candia, B., O. Coibion og Y. Gorodnichenko (2021): The macroeconomic expectations of firms. Arbejdspapir. Udkommer i: *Handbook of Economic Expectations*.

Carvalho, V.M., M. Nirei, Y.U. Saito og A. Tahbaz-Salehi (2021): Supply chain disruptions: Evidence from the great east japan earth-quake. *Quarterly Journal of Economics*, 136(2), s. 1255-1321.

Celasun, O., N.-J. Hansen, A. Mineshima, M. Spector og J. Zhou (2022): Supply Bottlenecks: Were, Why, How Much, and What Next? Working Paper No. 31. IMF.

Chepeliev, M., T. Hertel og D. Mensbrugghe (2022): Cutting Russia's Fossil Fuel Exports: Short-Term Pain for Long-Term Gain. Working Paper No. 91. GTAP.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og T. Ropele (2020): Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence. *Quarterly Journal of Economics*, 135, s. 165-219.

Coibion, O., D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko og M. van Rooij (2021a): How Does Consumption Respond to News About Inflation? Field Evidence from a Randomized Control Trial. NBER Working Paper No. 26106. Udkommer i: *American Economic Journal: Macroeconomics.*

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og M. Weber (2021b): Monetary Policy Communications and the Effects on Household Inflation Expectations. NBER Working Paper No. 25482. Udkommer i: *Journal of Political Economy*.

Danmarks Nationalbank (2019a): Boligskatteaftalens effekt på boligpriserne. Analyse (6).

Danmarks Nationalbank (2019b): Risikoen for global recession er steget. Analyse (16).

Danmarks Nationalbank (2022a): Pres på arbejdsmarkedet under pandemien. Economic Memo (2).

Danmarks Nationalbank (2022b): Stor appetit på realkreditlån med variabel rente. *Bank og realkredit, balancer, marts 2022.*

Danmarks Nationalbank (2022c): Højere gaspriser kan føre til lavere boligpriser i dele af landet. Economic Memo (4).

Danmarks Nationalbank (2022d): Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne. *Udsigter for dansk økonomi – marts 2022*.

Danmarks Nationalbank (2022e): Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten. *Monetære og finansielle tendenser – marts 2022*.

Danmarks Statistik (2022a): 412.000 boliger opvarmes med naturgas. *Nyt fra Danmarks Statistik* (124). 8. april 2022.

Danmarks Statistik (2022b): Danskernes nettoformue steg med 1.929 mia. kr. *Nyt fra Danmarks Statistik* (114). 31. marts 2022.

Danmarks Statistik (2022c): Forbrugertilliden falder fortsat. *Nyt fra Danmarks Statistik* (136). 21. april 2022.

Danmarks Statistik (2022d): Naturgaskunder har en højere medianindkomst end gennemsnittet. *Bag Tallene.* 16. maj 2022.

De Økonomiske Råds formandsskab (2019): *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

De Økonomiske Råds formandsskab (2020): Den økonomiske situation og den økonomiske politik i lyset af coronakrisen. Prognoseopdatering. Juni 2020.

De Økonomiske Råds formandsskab (2021a): *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

De Økonomiske Råds formandsskab (2021b): *Økonomi og Miljø, 2021*.

De Økonomiske Råds formandsskab (2022): *Produktivitet, 2022.*

Doepke, M. og M. Schneider (2006): Aggregate implications of wealth redistribution: the case of inflation. *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3), s. 493-502.

Domash, A. og L.H. Summers (2022): How Tight are U.S. Labor Markets? NBER Working Paper No. 29739.

ECB (2017): What can recent developments in producer prices tell us about pipelines pressures? *Economic Bulletin*, 2017(3).

ECB (2022a): *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*. Marts 2022.

ECB (2022b): What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff? *Economic Bulletin*, 2022(3).

EU-Kommissionen (2022): Russian invasion tests EU economic resilience. *European Economic Forecast Spring 2022*. Maj 2022.

Finansministeriet (2022a): En ny reformpakke for dansk økonomi. *Aftaletekst*.

Finansministeriet (2022b): Forslag til lov om ændring af udgiftslofter som følge af aftale om nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik m.v. (L 197).

Finansministeriet (2022c): *Økonomisk Redegørelse, maj 2022.*

Gordon, R. (1975): The Impact of Aggregate Demand on Prices. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1975(3), s. 613-670.

Ha, J., M.A. Kose og F. Ohnsorge (2022): Today's inflation and the Great Inflation of the 1970s: Similarities and differences. VoxEU artikel. CEPR.

IEA (2021): *World Energy Balances: Overview*. August 2021.

IEA (2022): IEA confirms individual contributions to collective action to release oil stocks in response to Russia's invasion of Ukraine. Pressemeddelelse. 1. marts 2022. www.iea.org.

IMF (2022): *World Economic Outlook*. April 2022.

Jordá, O., C. Liu, F. Nechio og F. Rivera-Reyes (2022): Why Is U.S. Inflation Higher Than In Other Countries? Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Klima-, Energi og Forsyningsministeriet (2022): Tillægsaftale om målrettet varmecheck. *Stemmeaftale*.

Kuchler, A. og C.N. Jørgensen (2017): Non-parametric Estimation of Marginal Propensities to Consume: The Case of Regression Splines. Working Paper No. 112. Danmarks Nationalbank.

Lange, K. (2019): Boligforligets betydning for prisen på ejerboliger. Notat fra Folketingets økonomiske konsulenter til Finansudvalget.

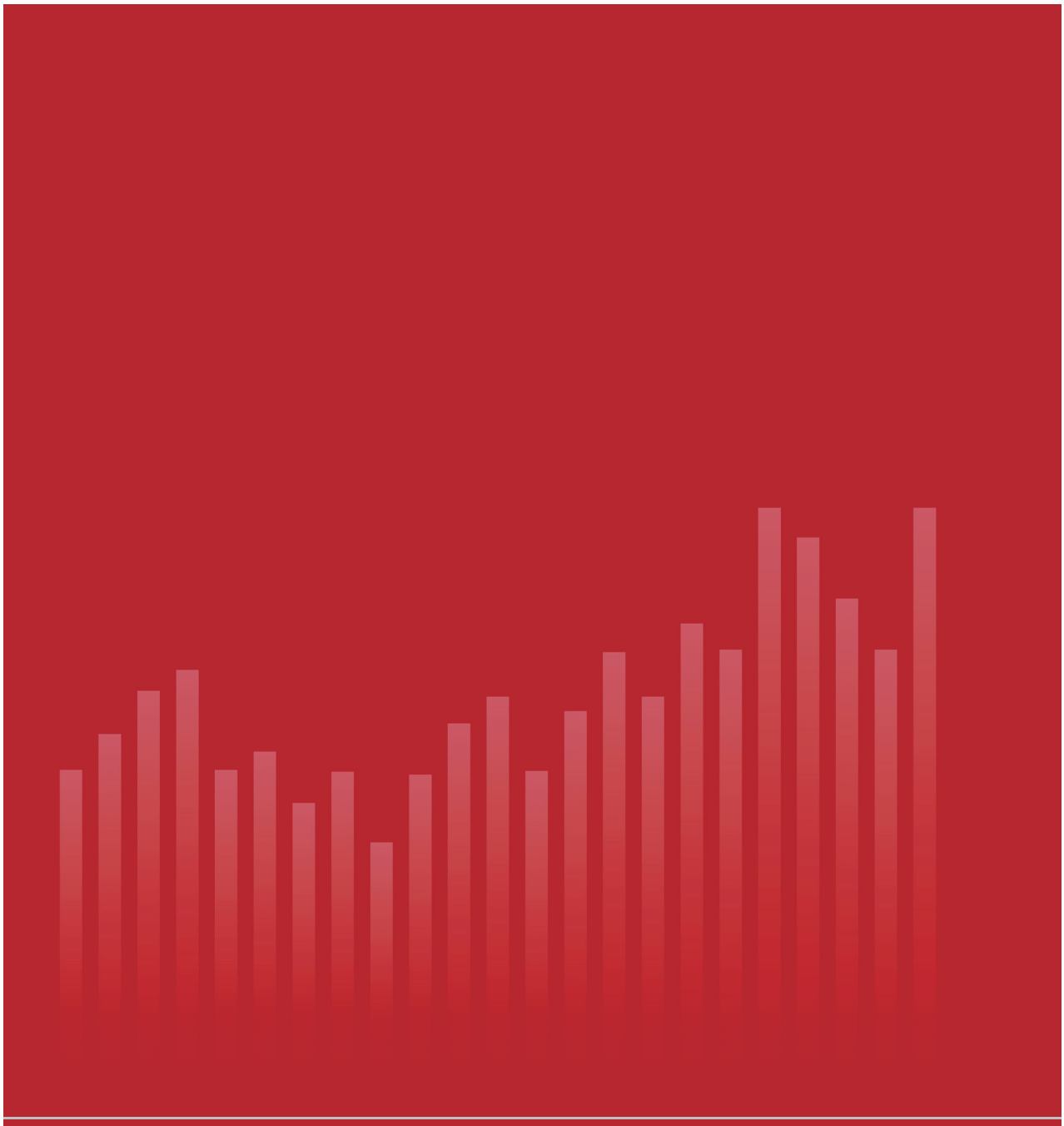
Peersman, G. (2022): International food commodity prices and missing (dis)inflation in the euro area. *The Review of Economics and Statistics*, 104(1), s. 85-100.

Regeringen (2022): *Danmarks Konvergensprogram 2022*. Maj 2022.

Rockwool Fonden (2022): Læren af 40 års dansk integrationspolitik for flygtninge. Nyt fra RFF. Marts 2022.

Verdensbanken (2022): War in the Region. *Europe and Central Asia Economic Update*. Marts 2022.

Zachmann, G., G. Sgaravatti og B. McWilliams (2022): European natural gas imports. Bruegel datasæt. Opdateres løbende. Senest tilgået 16. maj 2022 med data til og med 11. maj 2022.



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL III
LÅNE-REGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

Dansk Økonomi, forår 2022

KAPITEL III
LÅNEREGULERING PÅ BOLIGMARKEDET

I kapitlet præsenteres en række problemstillinger i forbindelse med reguleringen af lånemulighederne på boligmarkedet. Det gælder især den makroprudentielle regulering, dvs. regulering, der er målrettet risikoen for ustabilitet i det finansielle system som helhed.

Kapitlet gennemgår meget af den empiriske litteratur om virkningen af makroprudentielle instrumenter, der er målrettet låntagere på ejerboligmarkedet. Studierne bekræfter generelt, at de undersøgte eksempler på makroprudentielle tiltag har en effekt på udlån og boligpriser. Der er dog fortsat mange huller i vores viden om effekten af disse tiltag, og der er behov for langt mere forskning på området.

Det er ikke oplagt, at hensyn til den finansielle stabilitet kræver yderligere regulering, og heller ikke oplagt, at en sådan yderligere regulering i givet fald bedst foretages ved at begrænse adgangen til boliglån for bestemte grupper af forbrugere. Der kan dog være andre grunde til at påvirke långivningen på boligmarkedet, eksempelvis hensyn til forbrugerbeskyttelse eller konjunktursituationen.

III.1 INDLEDNING

Opmærksomhed om udviklingen på boligmarkedet

Udviklingen på boligmarkedet siden starten af 2020 har været genstand for megen opmærksomhed. Der har været markante prisstigninger på ejerboliger, drevet af både fundamentale forhold som indkomststigninger og lave finansieringsomkostninger og af midlertidige, ikke mindst coronarelaterede forhold, jf. blandt andet *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Det har ført til frygt for, at boligmarkedet var overophedet. Sideløbende hermed har institutioner som Nationalbanken argumenteret for, at gældsætningen i de danske husholdninger mere strukturelt er for høj, og at der derfor er behov for at stramme reguleringen af långivningen. Såvel niveauet for boligpriserne som husholdningernes gæld påvirkes i høj grad af, hvordan reglerne for kreditinstitutternes långivning er indrettet. Dette kapitel ser nærmere på fordele og ulemper ved regulering af kreditgivningen, især med henblik på boligejere og -købere.

Begrebet "makroprudentiel" anvendes her i en bred betydning

En række af de vigtigste problemstillinger i kapitlet hører under begrebet makroprudentiel regulering. Udtrykket defineres egentlig som regulering, der er specifikt målrettet risikoen for ustabilitet i det finansielle system som helhed. I praksis bruges udtrykket dog ofte også lidt mere upræcist om andre former for regulering af finansielle aktiviteter, herunder den såkaldte mikroprudentielle regulering, der har en betydelig længere historie bag sig. Udtrykket "makroprudentiel" bruges også i dette kapitel ofte om en bredere palet af instrumenter end dem, der strengt taget hører under den snævre definition af begrebet.

HVAD BETYDER MAKROPRUDENTIEL REGULERING?

Ordet "makroprudentiel" kommer af græsk *makros* "stor" og latin *prudentia* "forsigtighed". Makroprudentiel regulering betegner tiltag, der skal begrænse risikoen for ustabilitet i det finansielle system som helhed. Begrebet er et modstykke til mikroprudentiel regulering, som dækker tiltag, der er målrettet de enkelte finansvirksomheder. Den makroprudentielle tilgang fokuserer i modsætning hertil på samspillet mellem hele den finansielle sektor, lovgivningen og samfundsøkonomien. Begrebet har været kendt siden 1970'erne, men har især fået opmærksomhed som et vigtigt politikområde siden den internationale finanskrise i 2008, jf. Schou (2021).

DANSKE FINANSIELLE KRISER I HISTORISK LYS

Første danske forretningsbank er fra 1846

Historien om finansielle kriser i Danmark og tilhørende reaktioner fra myndighederne i form af indgriben på finansmarkederne og efterfølgende ændringer i reguleringen af deres funktionsmåde er lang, idet den går næsten lige så langt tilbage i historien som eksistensen af banker i moderne betydning i landet. I Danmark udviklede de private banker sig fra midten af 1800-tallet. Fyens Disconto Kasse i 1846 var den første private danske forretningsbank.

Fire finansielle kriser før anden verdenskrig

Der var i hvert fald fire finansielle kriser før anden verdenskrig, nemlig i 1857, 1877-87, 1907-08 og 1920'erne. Danske banker var meget lempeligt reguleret, indtil den første danske banklov blev vedtaget i 1919. 1857-krisen opstod i efterdønningerne fra Krimkrigens ophør og finanskrisen i USA og siden Storbritannien. Det var først og fremmest en krise for danske handelshuse, der blev ramt af det internationale økonomiske tilbageslag. Staten måtte træde til med likviditet til en række ramte handelshuse og banker, jf. Hansen (2010).

Sparekasseloven af 1880 var første regulering af pengeinstitutter

I starten af 1870'erne oplevede Danmark og Europa en kraftig højkonjunktur, der blandt andet medførte stærk finansiel ekspansion. Fra 1876 blev denne afløst af en større krise, der også udløste problemer i den finansielle sektor. Det var imidlertid sparekasserne mere end bankerne, der kom i søgelyset. Datidens banker var generelt velkonsoliderede, mens sparekasserne var langt svagere med en egenkapital på kun 4½ pct. i anden halvdel af 1870'erne. Samtidig blev sparekassernes kunder, der typisk var almindelige småsparere, modsat bankernes anset for at være ude af stand til selv at vurdere sikkerheden for deres indlån. Denne krise førte derfor til sparekasseloven af 1880. Det var det første statslige reguleringstiltag for pengeinstitutter (realkreditten var dog blevet underkastet lovgivning i form af den første kreditforeningslov allerede i 1850). Bankerne forblev uregulerede i endnu 40 år. Sparekassetilsynet skulle fremover beskytte småsparerne ved at vurdere sikkerheden af deres indskud.

Bankkrise i 1907 og første banklov i 1919

Den næste bankkrise fandt sted i 1907, hvor den privatejede forretningsbank Centralbanken kom i vanskeligheder. Den havde specialiseret sig i finansiering af byggeri i København, men der opstod overkapacitet af lejligheder, og en international finanskrise med start i USA fra 1907 forværrede situationen. Problemerne spredte sig til Grundejerbanken og Detailhandlerbanken, og det endte med, at staten og de fire største private banker udstedte en garanti for indskydernes og kreditorenes tilgodehavender, som kom til at koste skatteyderne et anseligt beløb. Derpå steg kravet om mere regulering af finanssektoren, men først i kølvandet på den stigende regulering af erhvervslivet under

første verdenskrig førte ønskerne i 1919 til vedtagelsen af bankloven. Loven indførte en bankinspektør – forløberen for Finanstilsynet.

For sent til at forhindre Danmarks største bankkrise i 1920'erne

Bankloven kom imidlertid for sent til at forhindre den næste bankkrise, der blev den mest omfattende overhovedet herhjemme, nemlig den i 1920'erne. Et kraftigt prisfald i 1920-21 medførte stærkt faldende aktiekurser. Bankernes indlån faldt ligeledes, og adskillige banker måtte standse betalingerne eller rekonstrueres med hjælp fra staten, Nationalbanken og hovedbankerne. Landmandsbankens sammenbrud er det mest kendte, men i alt måtte 31 banker træde i likvidation i perioden 1920-30. Herudover blev ni banker overtaget af andre, og 17 banker blev rekonstrueret. Krisen førte siden til en ny og strammere banklov i 1930.

50 rolige år indtil 1980'ernes bankkrise

I starten af 1930'erne fik enkelte banker problemer, først og fremmest Handelsbanken, der måtte bede om – og fik – en uforbeholden støtteerklæring fra Nationalbanken, der hjalp den igennem problemerne. Derefter gik der mere end 50 år, før danske banker igen kom i alvorlige problemer. Det skete i slutningen af 1980'erne med Kronebanken og 6. Juli Banken. I det følgende årti fulgte vanskelighederne for Unibank samt Himmerlandsbankens og Varde Banks sammenbrud og problemer for Hafnia og Baltica. Problemerne fra 1980'erne er blevet set som udslag af den deregulering af den finansielle sektor, der fandt sted fra midten af 1970'erne, blandt andet med vedtagelsen af den første fælles bank- og sparekasselov, jf. Hansen (2010). Mange af de pengeinstitutter, som ophørte i begyndelsen af 1990'erne, havde relativt store ejendomsrelaterede engagementer, jf. Abildgren og Thomsen (2011).

Finanskrisen fra 2008: 62 pengeinstitutter ophørte

Under finanskrisen fra 2008 var der omfattende offentlige indgreb til støtte for den finansielle stabilitet. I alt 62 pengeinstitutter ophørte som selvstændige virksomheder i årene 2008-13. De var blandt andet karakteriseret ved en særligt kraftig udlånsvækst, mange store engagementer, et stort indlånsunderskud og en større eksponering mod ejendomssektoren end banksektoren generelt, jf. Nationalbanken (2015). Også under finanskrisen kunne pengeinstitutternes tab dog i høj grad henføres til udlån til erhvervsejendomme, mens der omvendt ikke var store tab på ejerboligmarkedet, jf. Finanstilsynet (2014) og Udvalget for finanskrisens årsager (2013).

Historisk har erhvervslån givet større tab end boliglån

Et relevant spørgsmål er, hvor stor en rolle ejerboligmarkedet har spillet i de bankkriser, der historisk har været. Historisk har pengeinstitutterne oplevet større tab på eksponeringer over for erhvervsejendomme end på boliglån, jf. også Det Systemiske Risikoråd (2016). Der er dog ikke nogen garanti for, at det samme også vil være tilfældet fremadret-

tet. Det spiller også ind i den historiske sammenligning, at udbredt ejerboligskab i befolkningen som adskilt fra den erhvervsmæssige virksomhed er et relativt nyt fænomen. Indtil omkring anden verdenskrig boede størsteparten af befolkningen på landet, og landbrugsejendomme, der på én gang fungerede som erhvervsvirksomhed og beboelse, var den dominerende ejerboligform. Man kan dermed ikke i denne periode skelne klart mellem lånevirksomhed til beboelse og til erhvervsaktivitet. Det meste af bybefolkningen boede i lejeboliger. I 1930 var således kun omkring en femtedel af boligerne i byer over 1.000 indbyggere ejerboliger, jf. Danmarks Statistik (2022). Først i efterkrigstiden er ejerboliger udenfor landbrugserhvervet blevet den mest udbredte boligtype. I dag er andelen af kreditinstitutternes udlån til henholdsvis husholdninger og virksomheder nogenlunde lige store, jf. afsnit III.3.

FORDELE OG ULEMPER VED REGULERING

Både gevinster og omkostninger ved yderligere regulering

De forskellige finanskriser, der har været i årenes løb, er en indikation af, at finansmarkederne ikke uden videre fungerer hensigtsmæssigt. Der er dog generelt ikke blot fordele, men også omkostninger ved regulering. Der må ligeledes formodes at være både gevinster og omkostninger ved at stramme reguleringen i forhold til det nuværende niveau, og de gavnlige virkninger bør holdes op imod de potentielle omkostninger. Det grundlæggende spørgsmål i den aktuelle debat er derfor, om reguleringen fortsat er for lempelig og dermed bør strammes yderligere – eller eventuelt det omvendte?

Også andre former for økonomisk politik påvirker den finansielle stabilitet

Kapitlet fokuserer primært på makroprudentiel regulering, der vedrører de private boligejeres adgang til boligfinansiering (dvs. ejerboligmarkedet og regulering, der begrænser låntagerne). Denne afgrænsning skyldes, at det hovedsageligt er regulering målrettet dette marked, som den danske debat vedrører. Der er dog også andre former for tiltag udover de instrumenter, der normalt benævnes makroprudentiel politik, som påvirker boligmarkedet og de øvrige finansielle markeder, jf. Crowe mfl. (2011). Pengepolitik i form af fastsættelse af de pengepolitiske renter og de nyere mere utraditionelle tiltag i form af kvantitative lempelser på de finansielle markeder påvirker også situationen på boligmarkedet og dermed den finansielle stabilitet. Ligeledes vil finans- og skattepolitik som reglerne for rentefradrag og ejendomsværdibeskatning påvirke billedet. Det vil således være en vigtig stabiliserende faktor for udviklingen på boligmarkedet, når ejendomsværdiskatten fra 2024 ifølge den seneste aftale om boligbeskatningen igen vil følge boligernes reelle værdi, sådan at skattebetalingen automatisk stiger, når boligprisen gør det, og omvendt falder, når boligerne falder i værdi. Der

kan også være argumenter for at ændre på skatteværdien af rentefradraget, jf. kapitel I.

Makroprudentielle tiltag mere målrettede

Makroprudentielle tiltag kan dog typisk virke mere målrettede mod de faktorer, der især bidrager til finansiel ustabilitet, end traditionel penge- og finanspolitik, der rammer mere bredt og derfor er mere stumpe instrumenter. Derudover er pengepolitikken i Danmark som følge af fastkurspolitikken udelukkende indrettet på at sikre ekstern stabilitet i form af en fast krone-euro-kurs og kan dermed ikke tage hensyn til den indenlandske konjunktursituation eller mere specifikt situationen på boligmarkedet.

Opbygning af kapitlet

I afsnit III.2 diskuteres nogle begrundelser for, hvorfor finansmarkederne ikke kan forventes at optræde hensigtsmæssigt af sig selv, og hvorfor forskellige former for regulering derfor kan forbedre markedernes funktionsmåde. Afsnit III.3 bringer deskriptiv statistik om boligudlån og husholdningernes gældsætning, og afsnit III.4 beskriver institutionelle forhold omhandlende den makroprudentielle regulering målrettet boligejerne. Afsnit III.5 giver en gennemgang af en række empiriske bidrag om virkningen af de former for makroprudentiel regulering, der er målrettet boligejerne, og afsnit III.6 opsummerer kapitlet.

III.2 PRINCIPPER BAG MAKROPRUDENTIEL REGULERING

Finanssektoren samfundsøkonomisk vigtig, …

Den finansielle sektor udfører flere meget vigtige funktioner i samfundsøkonomien. Udover betalingsformidling og risikospredning er de vigtigste ydelser formidling af kapital mellem aktører med henholdsvis opsparings- og lånebehov. Uden denne mulighed ville blandt andet forbrugsudjævning og større investeringsprojekter blive vanskeliggjort.

…men præget af markedsfejl

Den finansielle sektor er imidlertid også præget af forskellige markedsfejl, der bevirker, at finansmarkederne ikke vil fungere hensigtsmæssigt uden regulering. Mangelfuld og asymmetrisk information bevirker, at indskydere og långivere typisk kun har begrænset viden om risikoprofilen i de finansielle virksomheders aktiviteter. Forskellige eksternaliteter kan forstærke de problemer, som de enkelte finansielle aktørers adfærd skaber. Endvidere er finansielle markeder ofte præget af ufuldkommen konkurrence i form af, at de enkelte finansielle institutter har markedsmagt, jf. blandt andet Verdensbanken (2013), Brissimis mfl.

(2014) og Degryse mfl. (2019). Det forklares blandt andet med, at der kan være betydelige transaktionsomkostninger forbundet med at skifte institut for de enkelte kunder.

Finansielle problemer forplanter sig til resten af økonomien

Samtidig kan problemer i den finansielle sektor forplante sig til den øvrige økonomi med risiko for store samfundsøkonomiske omkostninger, som det blandt andet var tilfældet under finanskrisen. Det er ikke mindst erfaringerne fra denne krise og fra den økonomiske forskning om samspillet mellem de finansielle markeder og den samlede samfundsøkonomi, som har forårsaget fremkomsten af makroprudentiel regulering som et selvstændigt vigtigt politikområde indenfor stabiliseringspolitikken.

Boligfinansiering spiller vigtig rolle

Boligmarkedet er et område af stor betydning for den finansielle sektor, da boligudlån udgør en stor andel af de samlede udlån, jf. afsnit III.3. Endvidere vedrører en væsentlig del af den makroprudentielle regulering også specifikt regulering af boligfinansiering. Det er især dette delområde af det komplekse reguleringssystem, som kapitlet omhandler.

BANKERS ROLLE

Forretningsmodel med medfødt ustabilitet

Bankers grundlæggende forretningsmodel går ud på at modtage almindelige kortfristede (dvs. likvide) indskud, som de benytter til at yde langfristede (dvs. illikvide) udlån og finansielle investeringer. Dermed er der indbygget en fundamental ustabilitet i bankernes grundlæggende forretningsmodel. Transformationen af likvide til illikvide midler er meget nyttig for samfundsøkonomien, men indebærer også en iboende sårbarhed for bankerne, jf. Sørensen (2011). Hvis der opstår en situation, hvor indskyderne tvivler på bankens evne til at udbetale deres indskud, kan det udløse et stormløb på en bank, hvor mange kunder ønsker at hæve deres indskud på samme tid. Når indskuddene er bundet i langfristede placeringer, kan det bringe en i øvrigt sund bank i akutte likviditetsproblemer. Alene forventningen om, at en bank er i vanskeligheder, kan udløse et stormløb, som ender med selvopfyldende forventninger, jf. Diamond og Dybvig (1983).

Positiv eksternalitet forbundet med likvide midler

Som alternativ til indskud finansierer banker i dag ofte en del af deres langfristede udlån med kortfristede lån optaget fra andre banker eller finansielle institutter via pengemarkedet, men den samme ustabilitetsskabende mekanisme gør sig gældende for disse midler. Markedsfejlen forbundet med Diamond-Dybvig-modellen kan betragtes som en positiv eksternalitet: En bank, der ligger inde med rigeligt med likvide midler, giver fordele til andre banker, der dermed kan forvente at kunne

få billig adgang til denne likviditet i tilfælde af behov. Da den pågældende bank ikke selv får nogen gevinst ud af stille denne optionsværdi til rådighed, indebærer det, at et ureguleret finansielt marked vil udbyde inefficient lidt likviditet, jf. Grochulski (2013).

Moralfare i banksektoren

En anden vigtig problemstilling i den finansielle sektor er forbundet med asymmetrisk information og kan lede til uhensigtsmæssig adfærd i form af såkaldt moralfare (på engelsk *moral hazard*, en form for skjulte handlinger). Det skyldes bankernes organiseringsform, ikke mindst deres typiske aktieselskabsform, der kan give dem tilskyndelse til at tage unødigt store risici i forbindelse med store engagementer. Aktionærers økonomiske ansvar er begrænset til deres indskudte aktiekapital. Det giver incitamenter til at investere i projekter med høj risiko: Går det godt, får banken hele gevinsten, går det skidt, så banken går fallit, vil långiverne bære en stor del af tabet. Hvis bankens långivere, herunder dens indskydere, er velinformerede om bankens risikoprofil, vil de kræve en højere rente for at låne til banker med særlig risikabel adfærd, men på grund af mangelfuld information vil denne disciplinerende mekanisme i praksis ofte ikke virke tilstrækkeligt effektivt, jf. Sørensen (2011).

Tilskyndelse til (for) lav egenkapital forstærkes af statslige garantier

De eksisterende statslige garantier til såvel indskydere som store institutter (såkaldte SIFI'er, dvs. systemisk vigtige finansielle institutter) kan forstærke dette problem, fordi ordningerne mindsker indskydernes tilskyndelse til at bruge ressourcer på at kontrollere, om banken forvalter indskuddene hensigtsmæssigt. Tilsvarende kan både informationsproblemer og eksplicitte eller implicitte statslige garantier udover at gøre det fordelagtigt for bankerne at finansiere overdrevent risikable investeringer også give dem incitamenter til at arbejde med en (samfundsøkonomisk) uhensigtsmæssigt lav egenkapital, fordi det for en given (risikobetonet) investering vil øge deres forventede afkast på bekostning af indskyderne.

Begrundelse for solvens- og likviditetskrav

De nævnte problemstillinger i banksektoren indebærer, at bankerne ikke har tilstrækkeligt incitament til af egen drift at sørge for tilstrækkelig likviditet og en tilstrækkelig egenkapital. Det er den principielle grund til, at myndighederne indfører likviditets- og kapitalkrav til kreditinstitutterne. Sådanne former for regulering har været anvendt i mange årtier. De er vigtige eksempler på, hvad man sommetider betegner som mikroprudentiel regulering, dvs. regulering, som er målrettet det enkelte pengeinstituts adfærd.

Eksternaliteter forstærker problemerne

Samspillet mellem de enkelte kreditinstitutter indbyrdes og mellem institutterne og den generelle samfundsøkonomi indebærer imidlertid også forskellige eksternaliteter i den finansielle sektor, som kan forstærke problemerne forbundet med asymmetrisk information. Det er

disse eksternaliteter, der skaber den systemiske risiko, der er et særkende ved finanskriser. Den seneste finanskrise i slutningen af 2000'erne gjorde disse problemstillinger meget tydelige, og finanskrisen gav også anledning til, at reguleringen af den finansielle sektor på mange områder blev strammet, i Danmark såvel som internationalt. Snævert defineret betegner makroprudentiel regulering de tiltag, der fokuserer specielt på den systemiske risiko, dvs. samspillet mellem de enkelte finansielle institutioner, der som følge af en indbyrdes forbundethed kan medføre selvforstærkende effekter. Ofte bruges begrebet dog i praksis i en bredere betydning, så også de ældre reguleringstyper i form af kapital- og likviditetskrav betragtes som en del af den makroprudentielle regulering.

Strategiske komplementariteter i kreditcyklen

Én eksternalitet er forbundet med de skiftende konkurrenceforhold mellem kreditinstitutterne og tilhørende skiftende standarder for långivning over konjunkturcyklen. I en højkonjunktur falder konkursrisikoen for den gennemsnitlige låntager. Det sænker institutternes marginale forventede gevinst ved at foretage en grundig screening af lånerne, og derfor bruges der færre ressourcer på denne aktivitet, sådan at institutternes screenings-intensitet af kunderne svinger systematisk med konjunkturerne. Den mindre screening i opgangstider skaber større priskonkurrence mellem institutterne om lånerne, og der bliver givet flere lån til mindre kreditværdige lånere, jf. blandt andet Ruckes (2004) og Gorton og He (2008). I nedgangstider sker det modsatte: Det er i bankernes interesse at stramme deres långivningskriterier, og der kan indtræffe en kreditklemme. Denne mekanisme i bankernes indbyrdes konkurrence forstærker i sig selv økonomiens konjunkturudsving og forøger risikoen for finansiel ustabilitet. Eftersom gevinsten for en bank ved at følge denne strategi bliver større, jo flere andre banker der følger den samme strategi, er mekanismen et eksempel på en eksternalitet relateret til strategiske komplementariteter mellem institutterne, jf. de Nicolo mfl. (2012).

Desuden eksternaliteter relateret til brandudsalg

De Nicolo mfl. (2012) skelner mellem tre forskellige typer eksternaliteter i kreditinstitutternes adfærd. Udover strategiske komplementariteter peger de på, at der er eksternaliteter relateret til brandudsalg af aktiver. Brandudsalg finder sted, når en finansiel virksomhed tvinges til at sælge ud af sine aktiver på et uheldigt tidspunkt. Dette vil sænke prisen på aktiverne og kan forværre balancen hos andre banker, som dermed også tvinges til at sælge ud osv. Endelig kan der være øvrige eksternaliteter relateret til indbyrdes forbundethed. De kan blandt andet komme fra bilaterale bankforbindelser og fra særlige problemstillinger for de vigtigste finansielle institutioner, dvs. SIFI'erne.

Meget vanskeligt at fastslå optimal regulering

Det er relevant at diskutere, hvilke reguleringsinstrumenter der er målrettet hver af disse tre eksternaliteter. Principielt burde man tage udgangspunkt i de konkrete påviste markedsfejl og derefter fastlægge, hvordan den optimale regulering af markedsfejlene ville se ud. Dette er dog meget vanskeligt. De optimale korrektive tiltag vil afhænge af, hvilke informationer der er tilgængelige for myndighederne, og hvilke politiske manøvremuligheder de har i praksis. Den asymmetriske information i mange dimensioner på de finansielle markeder gør analysen meget kompleks. Det kan forekomme overordentlig vanskeligt at inkorporere alle de relevante forhold i en enkelt modelramme på en meningsfuld måde, og en analytisk behandling må derfor i praksis begrænse sig til at være selektiv og vurdere specifikke kontekster og afvejninger.

Kapitalkrav afhjælper alle tre typer eksternaliteter

Man vil derfor i praksis anlægge en mere pragmatisk synsvinkel. I de Nicolo mfl. (2012) tages udgangspunkt i de forskellige reguleringsformer, der enten allerede anvendes eller er blevet foreslået fra forskellige sider, og dernæst opdeles de i fire overordnede grupper: kapitalkrav, likviditetskrav, selektive begrænsninger på institutternes aktiviteter, passiver og aktiver, samt beskatning. Konklusionen er, at kapitalkrav afhjælper alle tre ovennævnte eksternaliteter,[1] likviditetskrav reducerer problemet ved brandudsalg, de selektive begrænsninger adresserer eksternaliteter relateret til strategiske komplementariteter og til indbyrdes forbundethed, og beskatning afhjælper de to sidstnævnte. I den akademiske litteratur er det således blevet foreslået at indføre en beskatning af den formodede negative eksternalitet i form af øget systemisk risiko, som en SIFI kan tilføre ved at udvise risikabel adfærd.

Forskellige reguleringstiltag kan være komplementære

Selvom de forskellige instrumenter kan forekomme at være substitutter for hinanden, indebærer de ofte forskellige fordele og begrænsninger og bliver dermed komplementære redskaber til at adressere de samme eksternaliteter. Specielt med hensyn til direkte regulering af boligejeres låntagning anfører de Nicolo mfl. (2012), at selvom kapitalkrav adresserer strategiske komplementariteter, kan de blive mindre effektive i højkonjunkturer, hvor kreditinstitutternes kapitalkvoter automatisk stiger som følge af høj indtjening og stigende aktivpriser. Her kan begrænsninger i form af f.eks. udbetalingskrav for boligkøbere komplementere kapitalkravene ved direkte at styre allokeringen af bankernes aktiver og begrænse det fald i lånestandarderne, som man ellers kan opleve i opgangstider. Den direkte regulering af låntagerne kan også målrettes særlig risikable lånere og aktivklasser, som vækker makroprudentiel bekymring.

1) Blandt andet Jiménez mfl. (2017) og de empiriske oversigter i Galati og Moessner (2018) og Araujo mfl. (2020) bekræfter, at kapitalkrav påvirker kreditgivning og huspriser, og at de også mindsker sandsynligheden for bankkrak.

ADFÆRDSØKONOMISKE PROBLEMSTILLINGER

Psykologi vigtig for husholdningernes økonomiske beslutninger

Låntagerbaserede instrumenter er i høj grad restriktioner på husholdningers lån i forbindelse med boligkøb. I forbindelse med overvejelser herom er det relevant at vurdere boligkøbernes tilgang til ejendomsmarkedet. Den adfærdsøkonomiske forskning har peget på en række forskellige vidnesbyrd om, at psykologiske faktorer spiller en mindst lige så vigtig rolle som fundamentale økonomiske faktorer, når udviklingen i huspriserne skal forklares, jf. Mayer og Sinai (2007) og Whittle mfl. (2014). Surveyresultater peger desuden på, at boligkøbere ofte danner deres forventninger til den fremtidige udvikling i huspriserne som en ekstrapolation af de historiske prisstigninger og -fald, og at denne forventningsdannelse spiller en vigtig rolle for den store prisvolatilitet på boligmarkedet, jf. Shiller (2007). Det medfører et væsentligt koordinationsproblem, når de ydre økonomiske forhold skifter, og boligkøberne ikke når at ændre deres forventninger tilsvarende. Andre peger på, at husholdningerne har svært ved at skelne mellem ændringer i nominelle og reale renter. Det kan medføre, at de ved boligkøb i perioder med faldende inflation fokuserer på de lavere nominelle renter uden at tage højde for, at fremtidige boligpriser og nominelle boligafkast vil opleve tilsvarende lavere stigningstakter, jf. Brunnermeier og Juillard (2008).

Boligkøbere har ikke nødvendigvis fuldt overblik over risici

Disse forhold peger på, at boligkøbere ikke altid tager tilstrækkeligt hensyn til de faktorer, der bestemmer deres fremtidige økonomi. Dermed risikerer de at påtage sig større økonomiske forpligtelser end ønskværdigt på længere sigt. Eksempelvis kan de undervurdere risikoen for et fremtidigt boligprisfald og konsekvenserne heraf for deres privatøkonomi (såkaldt risikoillusion). Disse faktorer giver et selvstændigt argument for at begrænse potentielle låntageres adfærd via långivningen. Den finansielle regulering kan her anses for at indeholde et vist paternalistisk element af at forsøge at beskytte forbrugerne fra at foretage handlinger, som forringer deres situation.

Tegn på, at låntagerbaserede instrumenter begrænser kreditvækst mest

Empirisk er der et vist belæg for, at låntagerbaserede instrumenter, der direkte lægger begrænsninger på eksempelvis boligkøberes lånemuligheder i forhold til deres egen indkomst og den pågældende boligs værdi, kan være mere effektive til at begrænse kreditvækst i opgangstider og forhindre boligbobler end långiverbaserede instrumenter som kapitalkrav, jf. Hartmann (2015).[2] Andries mfl. (2021) finder således, at låntagerbaserede instrumenter er særlig effektive imod kreditvækst og begrunder det med, at de er målrettede og svære at omgå. De anfører,

2) En mulig årsag til de långiverbaserede instrumenters rapporterede mindre virkning kan dog tænkes at være, at de i praksis ikke nødvendigvis gennemføres lige konsekvent.

at især for store banker kan udlånsvækst primært kontrolleres via låntagerbaserede instrumenter. Ifølge Galati og Moessner (2018) er den empiriske evidens klarest og mest omfattende med hensyn til virkningen på forskellige delmål som kreditvækst af låntagerbaserede instrumenter. Den empiriske evidens af virkningen af instrumenter rettet imod bankerne er mere blandet. Cerutti mfl. (2017) finder, at begge typer instrumenter er effektive, mens Epure mfl. (2018) i et studie af kreditvæksten i Rumænien også bekræfter, at virkningen er kvantitativt større af låntagerbaserede end af långiverbaserede instrumenter.

HENSYN TIL KONJUNKTURUDJÆVNING

Problemer i finanssektoren forplantes nemt til hele den øvrige økonomi

Udover at de ovenfor nævnte markedsfejl i sig selv medfører ineffficienser i form af en uhensigtsmæssig ressourceallokering indenfor sektoren, kan problemer i sektoren som følge af en række mekanismer forplante sig til andre sektorer og dermed få store konsekvenser. Udsving på de finansielle markeder har således væsentlig afsmittende betydning for den samlede efterspørgsel i økonomien. Husholdningernes boligformue påvirker det private forbrug, sådan at kraftige stigninger i boligpriserne får forbruget til at stige, og boligprisfald omvendt påvirker forbruget kontraktivt. Det skyldes blandt andet, at husholdningernes lånemuligheder afhænger af friværdiens størrelse, som påvirkes direkte af boligpriserne. Højere boligpriser vil også stimulere investeringer i nybyggeri og prisfald have den modsatte effekt. Derudover kan større boligprisfald og tilhørende udsigt til tab for banker med mange boliglån medføre en generel stramning af bankernes kreditgivning, der både kan ramme långivning til husholdningerne og til virksomhedernes investeringer generelt (en såkaldt kreditklemme).

Boligmarkedet vigtigt for konjunkturerne

Et selvstændigt argument for at regulere låntagningen på boligmarkedet, uafhængigt af hvad hensyn til den finansielle stabilitet tilsiger, kan således være et ønske om at skabe en mere stabil konjunkturudvikling. Begrænsninger af lånemulighederne vil reducere den effektive efterspørgsel og dermed virke dæmpende på prisudviklingen i højkonjunkturer, hvilket alt andet lige vil reducere konjunkturudsvingene. I dette tilfælde kan man se indgrebene i lånemulighederne på boligmarkedet som et secondbest-tiltag, der skal forebygge uheldige konsekvenser af en markedsfejl, som i sidste ende befinder sig et andet sted i økonomien. Det skyldes, at konjunkturudsving kan ses som et resultat af forskellige markedsfejl på vare- og ikke mindst arbejdsmarkederne, der medfører, at priserne (herunder lønningerne) kun tilpasser sig trægt til de stød, økonomien løbende udsættes for.

FORSKELLIGE TYPER INSTRUMENTER

Makroprudentiel regulering tager mange forskellige former

Makroprudentiel regulering, som begrebet normalt anvendes, tager mange forskellige former. Således opremser Araujo mfl. (2020) 17 forskellige typer af instrumenter, som igen kan inddeles i fire grupper:

- Bredt baserede instrumenter (eksempelvis en kontracyklisk kapitalbuffer)
- Likviditetsinstrumenter (eksempelvis reservekrav til banker)
- Instrumenter rettet imod boligmarkedet
- Andre instrumenter (herunder tiltag overfor SIFIer samt skatter).

Som ovenfor nævnt er en anden relevant skillelinje for de makroprudentielle instrumenter, om de er målrettet långiverne, dvs. kreditinstitutterne (udbuddet af kredit) eller låntagerne (efterspørgslen efter kredit). Begge typer instrumenter er udbredte, hvilket kan begrundes med formodede komplementariteter, jf. ovenfor. I dette kapitel er fokus på låntagerrettede tiltag, der er målrettet markedet for ejerboliger.

Både cykliske og strukturelle problemstillinger

En yderligere skillelinje mellem forskellige typer makroprudentielle instrumenter målrettet finansielle aktiviteter går mellem konjunkturelle (cykliske) og strukturelle problemstillinger (ofte benævnt henholdsvis tids- og tværsnitsdimensionen), jf. Galati og Moessner (2018). De første adresserer de procykliske mekanismer i det finansielle system, altså tendensen til, at såvel stigninger som fald i den finansielle aktivitet vil virke selvforstærkende og dermed kan skabe overophedning og recessioner. De sidste adresserer den mere grundlæggende og vedvarende allokering af risiko i systemet og de forskellige individuelle finansielle institutioners bidrag til den systemiske risiko. Den kontracykliske kapitalbuffer er et typisk eksempel på et tiltag, der er rettet mod en (pro-)cyklisk problemstilling, mens tiltag rettet mod markedsstrukturen som særlige regler for større finansielle institutioner er et eksempel på en strukturel problemstilling. Instrumenter, der er målrettet cykliske fænomener, behøver dog ikke i sig selv at være tidsvarierende, ligesom instrumenter rettet mod strukturelle problemstillinger ikke nødvendigvis bør være konstante over tid.

INSTRUMENTER MÅLRETTET BOLIGKØBERE

Makroprudentielle tiltag målrettet boligkøbere …

Makroprudentielle tiltag, som er målrettet husholdninger i deres egenskab af potentielle boligkøbere, klassificeres tit i følgende grupper:

- Belåningsgraden, dvs. lofter for boliglån i forhold til boligens værdi (på engelsk forkortet LTV af *loan-to-value*)
- Gældsfaktoren, dvs. lofter for husstandens lån i forhold til dens indkomst (på engelsk forkortet LTI af *loan-to-income* eller DTI af *debt-to-income*; den konkrete definition af de enkelte begreber kan variere)
- Begrænsninger i adgangen til særligt risikable lånetyper som afdragsfri lån eller variabelt forrentede lån
- Begrænsninger i gældsserviceringsgraden, dvs. andelen som betaling af renter og afdrag på gælden må udgøre af husholdningens indkomst (på engelsk forkortet DSTI af *debt service-to-income*).

…gør husholdninger og banker mere robuste

Begrænsninger i belåningsgraden gør boligejere mere robuste overfor boligprisfald, da friværdien stiger. Det reducerer risikoen for teknisk insolvens, dvs. en situation, hvor belåningsgraden overstiger 100 pct. Lavere belåningsgrader reducerer desuden den samlede gæld i husholdningerne, hvilket gør såvel husholdninger som banker mere robuste overfor stød. Begrænsninger i gældsfaktoren sikrer, at der tages højde for boligejernes tilbagebetalingsevne, når der ydes lån, og at lånet dermed ikke kun baseres på sikkerheder (boligen), som senere kan falde i værdi. Derfor kan de være komplementære til grænser i belåningsgraden. Begrænsninger i adgangen til særligt risikable lånetyper kan både have en effekt i form af lavere samlet låntagning og en effekt i form af, at man for et givet lånebeløb bliver mere robust, fordi man ikke er følsom overfor renteændringer.

Ikke oplagt, at restriktioner på boliglån er vigtige for den finansielle stabilitet

Som de foregående siders diskussion har påpeget, kan det være vanskeligt at henføre de forskellige konkrete instrumenter, der anvendes under overskriften makroprudentiel regulering, til at adressere et helt specifikt problem hver for sig. Specielt for restriktioner på de individuelle boligejeres låntagning er der således nævnt argumenter for, at sådanne restriktioner kan begrundes med paternalistiske hensyn til at beskytte forbrugerne mod konsekvenserne af deres egne handlinger, hvis det vurderes som et væsentligt problem, at låntagerne ikke kan overskue disse. I dette tilfælde er der tale om hensyn til forbrugerbeskyttelsen. Ligeledes kan sådanne restriktioner virke afdæmpende på aktiviteten på boligmarkedet og dermed på udviklingen i boligpriserne, hvilket igen vil trække i retning af mindre konjunkturudsving og altså have en stabiliseringspolitisk funktion. Hvad angår virkningen på den

finansielle stabilitet, som er udgangspunktet for begrebet makroprudentiel regulering, er det imidlertid ikke oplagt, at sådanne selvstændige restriktioner på låntagerne er nødvendige. Der findes andre udbredte instrumenter som eksempelvis kapitalkrav, som adresserer samme problemstilling. Som alternativ til restriktioner på individuelle boliglån kunne man overveje at skærpe enten sådanne kapitalkrav eller eventuelt håndhævelsen af disse krav.

LÅN TIL ERHVERVSEJENDOMME

Udlån til erhvervsejendomme også vigtige

Udover lån til boligejere spiller også långivning relateret til erhvervsejendomme en væsentlig rolle både på de finansielle markeder og i samfundsøkonomien. I Danmark har boligudlånene til husholdninger ca. samme størrelse som udlån til virksomheder, jf. afsnit III.3. Ifølge Ellis og Naughtin (2010) har erhvervsejendomme og ejendomsudvikling på det internationale niveau historisk udgjort en større direkte trussel mod kreditinstitutternes helbred end boligmarkederne. Samtidig har erhvervsudlån ofte tiltrukket sig mindre opmærksomhed fra myndighedernes side end boligudlån, jf. Olszewski (2013).

Naturligt at vurdere regulering af lån til både boliger og erhvervsejendomme

Det anføres ofte, at der både er forskelle og ligheder mellem lån til husholdninger og lån til virksomheder med sikkerhed i fast ejendom. Det Systemiske Risikoråd (2016) anfører således, at værdiansættelsen af erhvervsejendomme er vanskeligere end for boliger, da ejendommene generelt er langt mere forskellige. Samtidig gennemføres der ifølge Risikorådet langt færre handler, sådan at der er færre observerede markedspriser at bruge som benchmark. I det omfang man ønsker at basere sig på låntagerrettede instrumenter for at beskytte den finansielle stabilitet, er det dog naturligt at inddrage både husholdninger og virksomheder under reguleringen.

III.3 BOLIGUDLÅN OG GÆLDSÆTNING

Indhold i afsnittet

Som nævnt i det forrige afsnit er formidling af kapital mellem aktører med henholdsvis opsparings- og lånebehov af stor samfundsøkonomisk betydning, men finansmarkederne kan ikke forventes at optræde hensigtsmæssigt af sig selv, hvorfor forskellige former for regulering kan forbedre markedernes funktionsmåde. Det er i denne sammenhæng relevant at belyse, hvordan kreditinstitutternes udlån samt låntagningen i de danske husholdninger har udviklet sig. I dette afsnit beskrives derfor flere relevante statistikker relateret hertil. Først gennemgås kreditinstitutternes udlån til erhverv og husholdninger samt kapitalbeholdning, hvorefter der rettes fokus mod de danske husholdningers formue og gæld.

UDLÅN TIL ERHVERV OG HUSHOLDNINGER

Boliglån udgør stor del af samlede udlån

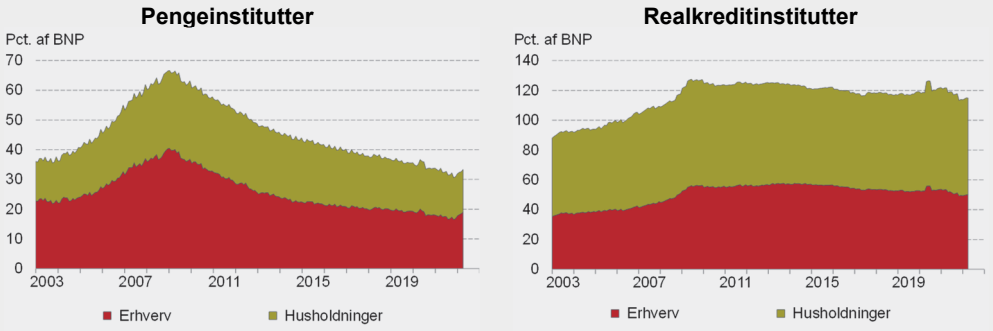
Boligrelaterede lån spiller en afgørende rolle for kreditinstitutternes samlede udlån til husholdninger og erhverv. Dette afspejles i, at udlån fra reakreditinstitutter udgør en større andel af BNP end udlån fra pengeinstitutter, jf. figur III.1. Samtidig udgør lån med boligformål omkring to tredjedele af pengeinstitutternes udlån til husholdningerne. Udlån fra pengeinstitutter har de senere år udgjort en aftagende andel af BNP, mens udlån fra realkreditinstitutter har udgjort en omtrent konstant andel. Der er dermed sket en forskydning i udlånet over mod realkreditinstitutter. I de senere år har realkreditlån udgjort knap 80 pct. af de samlede udlån til husholdninger og erhverv.

Udlån omtrent ligeligt fordelt mellem erhverv og husholdninger

Udlånene fra både pengeinstitutter og realkreditinstitutter er nogenlunde ligeligt fordelt mellem erhverv og husholdninger. Der er dog en tendens til, at udlånene fra pengeinstitutter i lidt højere omfang består af udlån til erhverv, mens udlånene fra realkreditinstitutter i lidt større omfang går til husholdninger. Samlet set står husholdningerne for lidt over halvdelen af de samlede udlån fra kreditinstitutterne.

FIGUR III.1 UDLÅN FRA KREDITINSTITUTTER

Udlån fra realkreditinstitutter fylder mere end udlån fra pengeinstitutter. Udlånene er omtrent ligeligt fordelt mellem erhverv og husholdninger.



Anm.: Figurerne viser ultimobalancen for udlån (opgjort på månedsbasis) divideret med BNP. BNP er opgjort som BNP i det tilhørende kvartal, men opregnet til årsniveau. Erhverv består af "ikke-finansielle virksomheder" og "husholdninger - personligt ejede virksomheder". Husholdninger består af "husholdninger - lønmodtagere, pensionister mv.". For pengeinstitutter vises alle udlån fremfor kun boligrelaterede udlån, da det ikke er muligt at opdele udlån til erhverv på formål. I 2. kvartal 2020 er andelene af BNP ekstraordinært høje som følge af det store fald i BNP efter udbruddet af covid-19-pandemien. For månederne i 2022 er BNP forlænget med BNP-niveauet i 4. kvartal 2021.

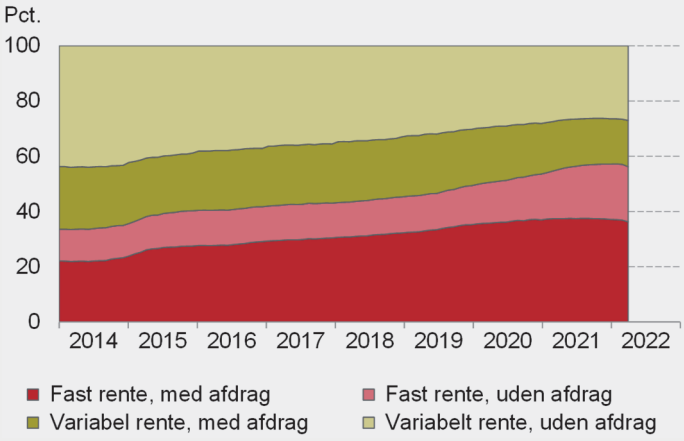
Kilde: Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Flest lån med fast rente og afdrag

Realkreditinstitutternes udlån til husholdningerne er i de senere år skiftet fra især at bestå af variabelt forrentede lån uden afdrag til i høj grad at bestå af fastforrentede lån med afdrag, jf. figur III.2. I 2021 udgjorde lån med fast rente omkring 56 pct. af de samlede udlån, mens lån med afdrag udgjorde omkring 54 pct. Forskydningen hen imod lån med fast rente og afdrag skal både ses i lyset af de seneste års rentefald samt stramningerne af lånereglerne siden finanskrisen, jf. også afsnit III.4. I de senere år er andelen af afdragsfrie lån steget en smule, hvilket dog udelukkende er drevet af fastforrentede lån. Dette skyldes formentlig, at de strammere låneregler begrænser adgangen til variabelt forrentede lån uden afdrag for højt gældssatte boligejere. Bevægelsen mod fastforrentede lån har reduceret rentefølsomheden blandt de danske boligejere, jf. Bech mfl. (2021). Baseret på det danske kreditregister vurderer Bech mfl. (2021), at rentefølsomheden blandt de danske husholdninger overordnet set er begrænset.

FIGUR III.2 SAMMENSÆTNING AF REALKREDITUDLÅN TIL HUSHOLDNINGERNE

Over halvdelen af realkreditlånene er med fast rente, mens fordelingen mellem lån med og uden afdrag er mere lige.



Anm.: Figuren viser ultimobalancen for realkreditudlån til husholdninger (opgjort på månedsbasis). Husholdninger består af "husholdninger - lønmodtagere, pensionister mv.".

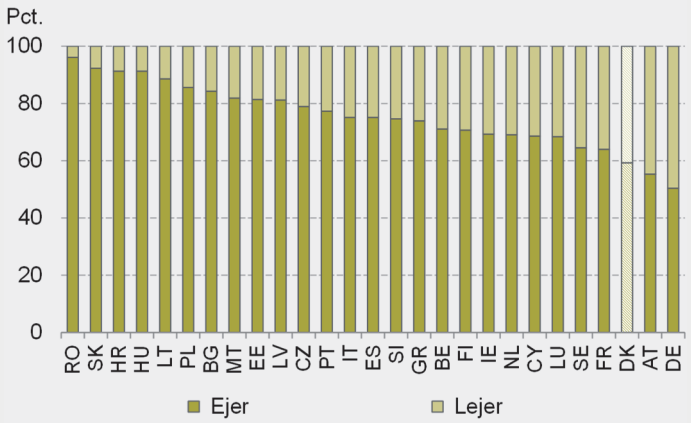
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Relativt lav ejerandel blandt danske husholdninger

Sammenlignet med de øvrige EU-lande er andelen af husholdninger, der bor i en ejerbolig, relativt lav i Danmark, jf. figur III.3. I 2020 boede knap 60 pct. af de danske husholdninger i en ejerbolig, mens gennemsnittet for EU-landene var 70 pct. Kun i Østrig og Tyskland boede en lavere andel af befolkningen i en ejerbolig. Forskellene mellem landene kan afspejle forskelle i adgangen til boligmarkedet, men kan også hænge sammen med forskelle i den geografiske fordeling af befolkningen mellem land og by samt, hvilke aldersgrupper der ejer en bolig. I forhold til sidstnævnte kunne resultatet potentielt se anderledes ud, hvis det i stedet blev opgjort, hvor stor en andel af befolkningen der set over et helt livsforløb ejer en bolig.

FIGUR III.3 FORDELING AF BOLIGEJERE OG -LEJERE

Danmark er blandt de EU-lande, hvor andelen af boligejere er lavest.



Anm.: Data stammer fra EU-SILC (*The European Union Statistics on Income and Living Conditions*) og er opgjort på husholdningsniveau. Andelsboliger indgår i statistikken som ejerboliger. Figuren viser fordelingen for 2020.
Kilde: Eurostat.

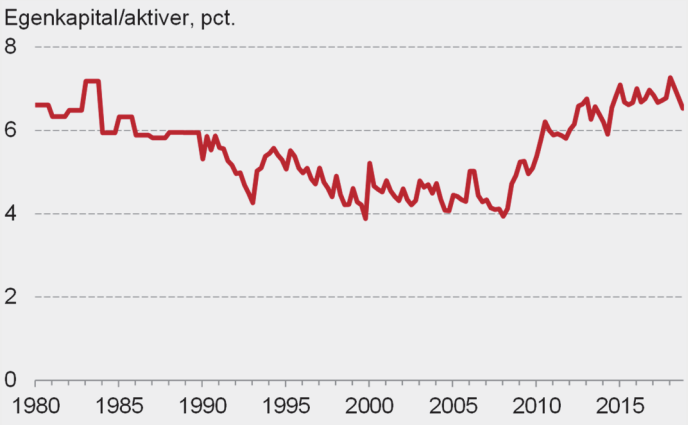
KAPITAL I KREDITINSTITUTTERNE

Kreditinstitutternes kapital er steget siden finanskrisen

Siden finanskrisen er mængden af kapital i kreditinstitutterne steget. En opgørelse fra Finanstilsynet viser eksempelvis, at pengeinstitutternes egenkapital som andel af aktiverne er steget fra omkring 4 pct. i årene omkring finanskrisen til ca. 7 pct. de seneste år, altså knap en fordobling, jf. figur III.4. Stigningen i pengeinstitutternes kapital skal blandt andet ses i lyset af stramningerne af den makroprudentielle regulering siden finanskrisen, hvor blandt andet kapitalkravene til kreditinstitutterne er blevet øget. En større mængde af kapital gør kreditinstitutterne mindre sårbare overfor tab på udlån.

FIGUR III.4 KAPITAL I PENGEINSTITUTTER

Siden finanskrisen har pengeinstitutterne øget egenkapitalen som andel af aktiverne.



Anm.: Figuren viser ren egenkapital og ikke andre former for kapital, der også kan medregnes i forhold til at opfylde diverse kapitalkrav, eksempelvis nedskrivningsegnede passiver (NEP). Opgørelsen anvender ikke risikovægte og tager derfor ikke højde for eventuelle ændringer i risiko over tid.

Kilde: Finanstilsynet.

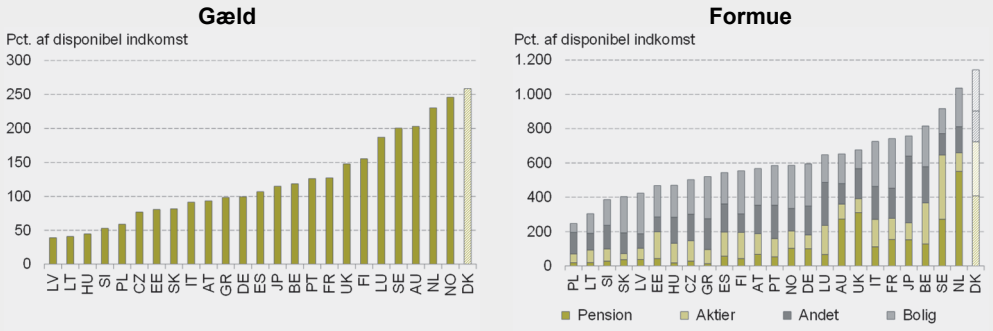
HUSHOLDNINGERNES GÆLD OG FORMUE

Danske husholdninger har en høj bruttogæld

Det fremhæves ofte, at de danske husholdninger har en høj bruttogæld i forhold til indkomsten i et internationalt perspektiv, jf. figur III.5. En høj bruttogæld kan vække bekymring, da høj gæld isoleret set kan udgøre en større risiko mod den makroøkonomiske og finansielle stabilitet. Det skyldes, at husholdningernes økonomi bliver mere sårbar overfor rentestigninger eller andre stød til økonomien, des større gælden er. Har husholdningerne en høj gæld, kan en rentestigning eksempelvis tvinge husholdningerne til i højere grad at reducere forbruget, hvilket vil påvirke den makroøkonomiske stabilitet. I værste tilfælde kan husholdninger med en høj gæld få vanskeligt ved at tilbagebetale gælden. Dette kan medføre tab for kreditinstitutterne og derigennem udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet.

FIGUR III.5 HUSHOLDNINGERNES GÆLD OG FORMUE I OECD-LANDE

De danske husholdninger har en høj bruttogæld sammenlignet med andre lande, men den høje gæld modsvares af høje formuer.



Anm.: Gæld og formue er vist for 2020. For visse lande er den reale formue ikke tilgængelig for 2020 og vises derfor for 2019.

Kilde: OECD.

Høj gæld skal ses i lyset af pensionssystemet, …

Husholdningernes bruttogæld kan dog ikke ses isoleret fra husholdningernes aktiver. Mens de danske husholdninger har en høj bruttogæld, modsvares dette af høje formuer, jf. figur III.5. En vigtig årsag til dette er det danske pensionssystem med obligatoriske pensionsopsparinger, som betyder, at de danske husholdninger, sammen med Holland, har de største pensionsformuer blandt OECD-landene. Når en betydelig del af husholdningens indkomst indbetales til pension, er der færre midler til opsparing. Derfor øges behovet for at kunne optage gæld, eksempelvis til finansiering af et boligkøb.[3] Stigende pensionsformuer over de seneste årtier har derfor bidraget til balanceoppustningen i de danske husholdninger. Hvis der ikke var denne mulighed for at optage gæld, ville husholdningerne i mindre grad kunne udjævne forbruget henover livsforløbet, hvilket isoleret set ville virke velfærdsforværrende.

… realkreditsystemet …

En anden forklaring på den højere bruttogæld i de danske husholdninger er, at Danmark er karakteriseret ved at have et veludviklet realkreditsystem, som giver gode muligheder for at optage billige lån med sikkerhed i boligen. En analyse af Nationalbanken (2011) viser eksempelvis, at der er en positiv sammenhæng mellem graden af finansiel

3) Et effektstudie af Andersen mfl. (2020) på danske registerdata bekræfter, at husholdningerne øger deres gæld, når pensionsformuerne stiger.

udvikling i et land og niveauet for bruttogælden. Det følger dermed ikke entydigt, at højere bruttogæld udgør en større samfundsøkonomisk risiko. Analyser af både Nationalbanken (2011) og Finansministeriet (2014) finder i den forbindelse ikke tegn på, at en højere bruttogæld i et land hænger sammen med et større omfang af misligholdte lån. Ligeledes kan forskelle i den juridiske kreditorbeskyttelse mellem forskellige lande spille en rolle, jf. Djankov mfl. (2007).

… og udbredelsen af afdragsfrie lån

En tredje forklaring på den højere danske bruttogæld er den større udbredelse af afdragsfrie lån i Danmark, jf. også afsnit III.4. Afdragsfrie lån øger gælden, dels fordi lånet ikke nedbringes løbende, dels fordi det er muligt at optage et større lån uden, at ydelsen følger med op. Da en højere gæld gør låntageren mere følsom overfor boligprisfald og rentestigninger, anses afdragsfrie lån derfor for at være et mere risikabelt låneprodukt. Muligheden for afdragsfrihed i Danmark skal dog igen også ses i sammenhæng med de danske regler for pensionsopsparing. Et krav om at afdrage på boliggælden samtidig med, at der skal indbetales til arbejdsmarkedspensionerne, kunne potentielt medføre, at den samlede opsparing i husholdningerne blev inoptimalt høj.

Store pensionsformuer bidrager til betalingsbalanceoverskud

De danske husholdningers store opsparinger i pension er en medvirkende årsag til det store overskud på den danske betalingsbalance, jf. figur III.6. Det bør bemærkes, at nye makroprudentielle tiltag, der trækker i retning af større opsparing, eksempelvis et højere udbetalingskrav, alt andet lige vil forøge det i forvejen store danske betalingsbalanceoverskud. I nogle lande, herunder i Schweiz, er det muligt at finansiere en del af boligkøbet med egen pensionsopsparing, jf. boks III.1. En sådan ordning ville reducere balanceoppustningen i husholdningerne, og i Danmark kunne det mindske betalingsbalanceoverskuddet, som potentielt kan anses for at være for højt. Der er dog også et par faldgruber forbundet med en sådan ordning. For det første ville muligheden primært være relevant for boligkøbere med en høj belåningsgrad, dvs. typisk yngre boligkøbere, som normalt endnu ikke har en høj pensionsformue. For det andet mindskes diversificeringen af den enkeltes pensionsopsparing, når pensionsmidlerne flyttes fra pensionskassen til egen bolig. I en dansk kontekst ville ordningen i øvrigt alt andet lige forøge de offentlige udgifter til folkepensionstillæg, såfremt midlerne ikke senere flyttes tilbage til pensionsopsparingen.

FIGUR III.6 BETALINGSBALANCEN

Danmark har et højt betalingsbalanceoverskud, hvilket blandt andet kan tilskrives de høje pensionsopsparinger.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

BOKS III.1 ANVENDELSE AF PENSIONSFORMUE TIL BOLIGKØB I SCHWEIZ

I Schweiz skal man ved ejerboligkøb i almindelighed finansiere 20 pct. af købesummen via egne midler. Heraf skal mindst halvdelen være likvide midler, men resten kan skaffes via køberens pensionsopsparing (såvel den lovmæssigt obligatoriske pensionsordning, kaldet søjle 2, som frivillig yderligere foretagen pensionsopsparing, kaldet søjle 3).

Finansiering via pensionsopsparingen kan ske på to forskellige måder: En mulighed er at trække pengene ud af pensionsopsparingen, så denne falder tilsvarende (*Vorbezug*). Medmindre man efterfølgende øger de løbende indbetalinger tilsvarende, vil dette resultere i lavere pensionsudbetalinger til sin tid. Den anden mulighed er at stille pensionsopsparingen som sikkerhed for et tilsvarende højere boliglån (*Verpfändung*). Den første mulighed reducerer den samlede belåning af huset, mens dette ikke er tilfældet for den anden mulighed, som dermed medfører højere samlede rentebetalinger. Den første mulighed reducerer samtidig pensionsformuen, mens den anden mulighed reducerer friværdien i boligen og dermed netto-boligopsparingen. Begge muligheder har således en direkte effekt i form af at reducere formueopbygningen.

I begge tilfælde er der restriktioner på, hvor stor en del af pensionsformuen der kan indvendes. Indtil 50-års-alderen kan man bruge hele sin opsparede formue. Derefter kan man bruge enten det indestående, man havde som 50-årig eller halvdelen af det samlede aktuelle beløb, afhængigt af hvilken af disse to muligheder der giver den højeste grænse. Der er også et minimumsbeløb på 20.000 franc (ca. DKK 140.000) pr. udtrækning fra søjle 2-opsparing. Normalt standser adgangen til at anvende disse ordninger tre år før den almindelige tilbagetrækningsalder. Pensionskasser kan dog i deres vedtægter have andre begrænsninger på dette punkt.

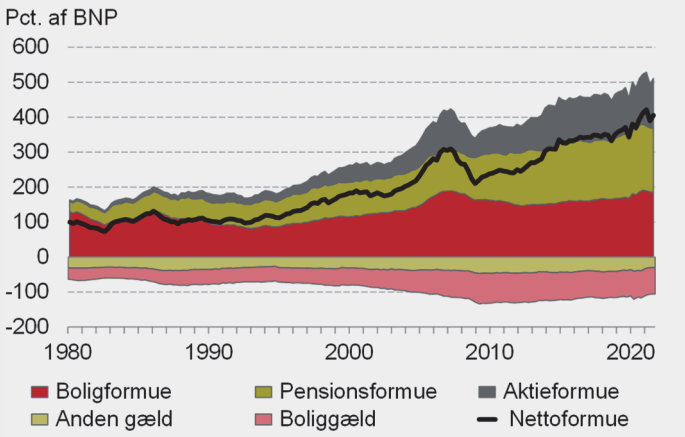
Trækker man penge ud af sin pensionsopsparing, skal der betales en særlig skat med en reduceret sats i forhold til den almindelige indkomstskat. Tilbagebetaler man senere penge til pensionsfonden, kan man modsat få en skattegodtgørelse. I tilfælde af, at man sælger en bolig, som man har medfinansieret ved pensionspenge, skal hele beløbet tilbagebetales til pensionskassen. Man kan dog midlertidigt have pengene stående på en interimkonto, hvis beløbet tænkes anvendt til et nyt boligkøb.

Husholdningernes samlede nettoformue er positiv, …

De danske husholdningers samlede nettoformue, dvs. formuen fratrukket gælden, har været positiv og stigende som andel af BNP over en lang årrække, jf. figur III.7. Formuen består primært af pensions- og boligformue, mens gælden primært udgøres af boliggæld. At husholdningernes samlede nettoformue er positiv, er ikke et udtryk for, at gælden ikke kan udgøre en makroøkonomisk eller finansiel risiko. For det første er store dele af husholdningernes formuer relativt illikvide og vil derfor ikke kunne anvendes som stødpude til at betale ydelsen på gælden i perioder, hvor indkomsten er utilstrækkelig.

FIGUR III.7 HUSHOLDNINGERNES NETTOFORMUE

De danske husholdningers balancer er steget gennem de seneste årtier.



Anm.: Formue og gæld er opgjort som andel af kvartalsvist BNP opregnet til årsniveau.

Kilde: Nationalbanken, MONA's databank.

… men nogle familier har en nettogæld

For det andet har det også betydning, hvordan gælden og formuen er fordelt i befolkningen. Hvis gælden er koncentreret i én gruppe af befolkningen og formuen i en anden, udgør det alt andet lige en større risiko, end hvis formue og gæld var mere ligeligt fordelt. En analyse af Danmarks Statistik (2019) på den danske formue- og gældsstatistik viser, at 9 pct. af de danske familier havde en negativ nettoformue i 2017. Ignoreres den meget illikvide pensionsformue, havde 23 pct. af familierne en nettogæld. Andelen af familier med nettogæld var større blandt selvstændige, familier med de laveste indkomster og enlige med børn. Sammenholdt med gennemsnittet for eurolandene har en større andel af de danske familier en nettogæld, jf. Bezrukovs (2013).

Nettofordrings-erhvervelse også en vigtig indikator

I tillæg til udviklingen i husholdningernes gæld og formue er det også relevant at betragte udviklingen i husholdningernes nettofordringserhvervelse. Nettofordringserhvervelsen er et udtryk for den finansielle opsparing i husholdningerne og viser forskellen mellem husholdningernes indtægter (herunder indkomst) og udgifter (herunder forbrug og investeringer). En negativ nettofordringserhvervelse vil være udtryk

for, at indkomsten ikke er tilstrækkelig til at dække forbrug og investeringer, og at investeringer og eventuelt en del af forbruget er lånefinansieret.

Nettofordringserhvervelsen er steget siden finanskrisen

Før finanskrisen var husholdningernes nettofordringserhvervelse negativ og i årene op til finanskrisen yderligere aftagende, jf. figur III.8. Dette afspejler det betydelige omfang af lånefinansieret forbrug i friværdierne op til finanskrisen. I årene efter finanskrisen, hvor boligpriserne faldt, var det ikke muligt for husholdningerne fortsat at lånefinansiere forbruget, og der var derfor et behov for at sænke forbruget. I de senere år har nettofodringserhvervelsen hovedsageligt været positiv, og der vil derfor ikke på samme måde opstå et behov for konsolidering for husholdningerne set under et, hvis boligpriserne falder. Dette er relevant i forhold til at vurdere de mulige makroøkonomiske risici forbundet med en høj gæld.

FIGUR III.8 HUSHOLDNINGERNES NETTOFORDRINGSERHVERVELSE

Siden finanskrisen er de danske husholdningers nettofordringserhvervelse steget og er ikke længere negativ.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Lånefinansieret forbrug forårsagede forbrugsfald under finanskrisen, ikke høj gæld i sig selv

Et dansk studie finder i denne sammenhæng, at høj gæld ikke i sig selv var årsagen til det større fald i forbruget under finanskrisen blandt husholdninger med en højere gæld, jf. Andersen mfl. (2016). Det større fald i forbruget afspejler til gengæld, at disse husholdninger i årene op til finanskrisen havde øget belåningen for at finansiere et højere forbrug. Det efterfølgende fald i forbruget var derfor udtryk for en normalisering af forbruget. Med andre ord finder studiet ikke evidens for en direkte kausal effekt mellem høj gæld og forbrugsudviklingen. Den kausale effekt går snarere igennem, om den højere gæld anvendes til lånefinansieret forbrug.

III.4 LÅNEREGLER

Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med en beskrivelse af de makroprudentielle tiltag målrettet ejerboligmarkedet siden finanskrisen i Danmark. Der fokuseres primært på tiltag målrettet låntagerne (boligejerne), men tiltag rettet mod långiverne (kreditinstitutterne) præsenteres også. Dernæst sammenlignes kort med tiltag rettet mod erhvervsejendomsmarkedet siden finanskrisen. Til slut sammenlignes de låntagerbaserede tiltag målrettet boligejerne i Danmark med reguleringen i andre lande.

MAKROPRUDENTIELLE TILTAG MÅLRETTET EJERBOLIGMARKEDET SIDEN FINANSKRISEN

Etablering af institutionelle rammer efter finanskrisen

I kølvandet på den finansielle krise i 2000'erne og det deraf øgede fokus på finansiel stabilitet er der blevet etableret institutionelle rammer for den makroprudentielle politik, både på internationalt og nationalt plan. På EU-plan blev Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (*European Systemic Risk Board*, ESRB) oprettet i 2011. Efter henstilling fra ESRB om, at der blev etableret tilsvarende myndigheder på nationalt plan, blev Det Systemiske Risikoråd oprettet i Danmark i 2013. Det Systemiske Risikoråd overvåger systemiske risici knyttet til den finansielle sektor, herunder boligmarkedet, og kommer efter et "følg-eller-forklar"-princip med forslag til initiativer til at forebygge eller begrænse opbygningen af systemiske risici, jf. også boksen nedenfor.

DET SYSTEMISKE RISIKORÅD

Det Systemiske Risikoråd har til opgave at forebygge og begrænse systemiske finansielle risici, der kan sætte den økonomiske udvikling under pres. Dette gøres gennem overvågning og identifikation af systemiske risici i det finansielle system samt gennem henstillinger om politiktiltag. Overvågning af risici relateret til boligmarkedet og boliglån er et særskilt arbejdsområde i Rådet.

Henstillinger fra Rådet følger et "følg-eller-forklar"-princip. Dette indebærer, at modtageren af henstillingen (f.eks. regeringen) indenfor en tre-måneders-periode enten skal gennemføre initiativet eller begrunde, hvorfor initiativet ikke gennemføres. Hvis der ifølge Risikorådet er behov for skærpet opmærksomhed, men endnu ikke behov for konkrete politiktiltag, kan Rådet alternativt udsende en observation eller en advarsel.

Det Systemiske Risikoråd består af medlemmer fra Nationalbanken, Finanstilsynet, de økonomiske ministerier samt tre uafhængige eksperter. Nationalbanken varetager sekretariatsfunktionen.

Kilde: Det Systemiske Risikoråd, www.risikoraad.dk.

Tiltag formuleret i en række bekendtgørelser og vejledninger

Efter finanskrisen er der blevet gennemført flere makroprudentielle tiltag målrettet ejerboligmarkedet i Danmark, dvs. tiltag der begrænser adgangen til lån i forbindelse med ejerboligfinansiering, jf. også tabel III.1. Reguleringen er formuleret i en række bekendtgørelser og vejledninger, som består af god skik-bekendtgørelsen og vejledningen hertil (Erhvervsministeriet 2021a og 2020), Finanstilsynets vækstvejledning (Erhvervsministeriet 2016) samt Finanstilsynets tilsynsdiamant for realkreditinstitutter (Finanstilsynet 2014b) og pengeinstitutter (Finanstilsynet 2021). De fleste tiltag målrettet boliglån siden finanskrisen lægger begrænsningen direkte på låntagerne (husholdningerne), mens kun tilsynsdiamanten lægger begrænsningen på institutterne.

TABEL III.1 MAKROPRUDENTIELLE TILTAG MÅLRETTET BOLIGFINANSIERING

Kravene til boligfinansiering er blevet strammet ad flere omgange siden finanskrisen.

År	Tiltag	Fremgår af	Reguleringsniveau	Målgruppe	Kategori
2010 (2012)	Pejlemærker for udlån i pengeinstitutter	Tilsynsdiamanten for pengeinstitutter	Institut	Erhverv	
2012 (2013)	Låntagere skal kunne servicere 30-årigt fastforrentet lån med afdrag	God skikbekendtgørelsen	Låntager	Boligejere	DSTI
2014 (2018-20)	Pejlemærker for udlån i realkreditinstitutter	Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter	Institut	Boligejere Erhverv	LTV / afdrag, rente
2015 (2015)	Udbetalingskrav på 5 pct.	God skikbekendtgørelsen	Låntager	Boligejere	LTV
2015 (2015)	Positiv likviditet ved udlån til udlejningsejendomme	Ledelsesbekendtgørelsen	Låntager	Erhverv	
2016 (2016)	Principper for kreditvurdering i vækstområder	Vækstvejledningen	Låntager	Boligejere	DSTI, DTI, LTV
2017 (2018)	Restriktioner på låneudbud ved høj gældsfaktor og belåningsgrad	God skikbekendtgørelsen	Låntager	Boligejere	DTI, LTV / afdrag, rente

Anm.: Tabellen er baseret på oversigten over makroprudentielle tiltag siden finanskrisen i Bohn-Jespersen og Mogensen (2018). Kolonnen *år* angiver, hvornår tiltaget blev annonceret (trådte i kraft i parentes). Kolonnerne *tiltag* og *fremgår af* skitserer det konkrete tiltag samt af hvilken regulering tiltaget fremgår. Kolonnen *reguleringsniveau* angiver, om begrænsningen lægges på institut- eller låntagerniveau, mens *målgruppe* angiver, om tiltaget er rettet med udlån til private boligejere og/eller udlån til erhvervsejendomme. Den sidste kolonne, *kategori,* kategoriserer tiltagene målrettet boligejerne i forhold til, hvilke instrumenter der anvendes. Forkortelserne DSTI, DTI og LTV er forklaret i afsnit III.2. To af tiltagene indebærer, at der lægges en begrænsning på låneudbuddet (dvs. rente- og afdragstype), såfremt låntageren overskrider en given grænseværdi for LTV eller DTI (dette gælder tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter samt tiltaget i god skik-bekendtgørelsen fra 2017). Disse tilfælde er markeret med en skråstreg.

Kilde: Bohn-Jespersen og Mogensen (2018), Erhvervsministeriet (2021a, 2021b, 2020, 2016) og Finanstilsynet (2021, 2014b).

Indførelse af tilsynsdiamant for realkreditinstitutter

Tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, som blev annonceret i 2014, men først implementeret i 2018-20, indeholder fem pejlemærker for realkreditinstitutternes udlån. Visse af pejlemærkerne er defineret for specifikke udlånssegmenter, herunder private boligejere. Pejlemærkerne defineret for lån til private boligejere omhandler en grænse for den årlige udlånsvækst (15 pct.) samt grænser for, hvor stor en andel

lån med høje belåningsgrader og variabel rente eller afdragsfrihed må udgøre af instituttets samlede udlån (25 henholdsvis 10 pct.).[4] Pejlemærket for den årlige udlånsvækst gælder også de øvrige udlånssegmenter (dvs. ejendomsudlejning, landbrugsejendomme samt andet erhverv), mens pejlemærket for renterisiko ved høje belåningsgrader udover private boligejere også gælder udlånssegmentet ejendomsudlejning.

Stramning af låneregler i god skik-bekendtgørelsen

God skik-bekendtgørelsen er siden finanskrisen blevet udvidet ad tre omgange med stramninger af vilkårene for boliglån. I 2013 blev der indført en regel om, at låntageren som udgangspunkt skal kunne servicere et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag uanset valg af lånetype (altså en regel relateret til gældsserviceringsgraden). Siden 2015 har det derudover været et krav, at låntageren skal erlægge en "passende" udbetaling, altså et udbetalingskrav. I den tilhørende vejledning til god skik-bekendtgørelsen er det specificeret, at 5 pct. som udgangspunkt anses for at være en passende udbetaling.[5] I 2018 blev der indført en begrænsning i adgangen til lån med variabel rente og afdragsfrihed for låntagere med en høj gældsfaktor (over 400 pct.) og høj belåningsgrad (over 60 pct.). Konkret indebærer den seneste ændring, at låntagere med en høj gældsfaktor og belåningsgrad som udgangspunkt kun har mulighed for at vælge afdragsfrihed, hvis der vælges fast rente på lånet, samt at et lån med variabel rente mindst skal have en rentebindingsperiode på fem år.

Indførelse af vækstvejledningen

Slutteligt blev Finanstilsynets vækstvejledning annonceret i 2016. Denne vejledning gælder kun boligudlån i de såkaldte vækstområder, hvilket er afgrænset til de største kommuner med større boligprisstigninger. Vækstområderne udgøres af Københavns Kommune og omegn samt Aarhus Kommune. Vejledningen indeholder en række principper, som skal bidrage til at sikre tilpas forsigtighed i kreditvurderingen i disse områder, herunder at kreditvurderingen i højere grad baseres på låntagerens indkomst fremfor på den stillede sikkerhed (dvs. boligens værdi), som kan falde i værdi.

4) Høje belåningsgrader er defineret som en belåningsgrad på over 75 pct. af lånegrænsen for realkreditlån. For beboelsesejendomme (herunder ejerboliger og udlejningsejendomme) er lånegrænsen 80 pct., for landbrugsejendomme 70 pct. og for kontor-, butiks- samt industriejendomme 60 pct. For ejerboliger er der dermed tale om en høj belåningsgrad ved en belåningsgrad på 60 pct. eller derover.

5) Et udbetalingskrav på 5 pct. svarer til, at belåningsgraden højest må udgøre 95 pct. Da realkreditlånet må udgøre 80 pct., kan op til 15 pct. dermed finansieres med et banklån.

Principperne indebærer blandt andet, at institutterne bør stille større krav til låntagere, der vælger variabel rente, har en negativ formue eller har en høj gældsfaktor.[6]

Ingen af tiltagene indebærer ufravigelige krav

Det er værd at bemærke, at der ved ingen af tiltagene er tale om ufravigelige krav. Af vækstvejledningen fremgår det eksempelvis, at institutterne ikke nødvendigvis skal følge de angivne principper, men kan vælge andre former for tiltag til at begrænse risikoen. Af god skik-bekendtgørelsen fremgår det ligeledes, at alle de nævnte tiltag kun gælder "som udgangspunkt". For udbetalingskravet kan kreditinstituttet eksempelvis vurdere, at en passende udbetaling både er højere og lavere end 5 pct. afhængigt af individuelle forhold. Yngre boligkøbere, som endnu ikke har haft mulighed for at opbygge en tilstrækkelig opsparing til at lægge udbetalingen, men som nu har en højere fast indkomst, er et eksempel på låntagere, som kan fravige udbetalingskravet.[7] Det er heller ikke udelukket at yde risikable lån (dvs. lån med variabel rente eller afdragsfrihed) til låntagere med en høj gældsfaktor, såfremt dette kan forsvares, f.eks. fordi låntageren har en høj positiv formue.

Argumenter for og imod mulighed for fravigelse

Der er både argumenter for og imod muligheden for at fravige reglerne. På den ene side peger den empiriske litteratur på, at "bløde" makro-prudentielle tiltag med mulighed for fravigelse kan være mindre effektive end "hårde" tiltag, jf. også afsnit III.5. På den anden side kan det være hensigtsmæssigt med en vis fleksibilitet i reglerne, da det ellers kan være vanskeligt for visse ellers kreditværdige grupper at få adgang til ejerboligmarkedet (f.eks. yngre førstegangskøbere med høj indkomst).

Ny mulighed at have afdragsfrihed i 30 år

I udgangspunktet indebærer afdragsfrie lån mulighed for ti års afdragsfrihed i løbet af lånets løbetid. Siden 2017 er der dog også blevet udbudt lån på op til 60 pct. af boligens værdi med 30 års afdragsfrihed. Disse lån kan især være velegnet til ældre boligejere, som ikke ønsker at spare op i boligen af hensyn til forbrugsudjævning, men alle boligejere med en belåningsgrad under 60 pct. har i princippet mulighed for at optage lånet. De 30-årige afdragsfrie lån kan både optages med variabel og fast rente.

6) *Valg af variabel rente:* Kunden bør kunne servicere et 30-årigt fastforrentet lån, hvor renten er 1 pct.point højere end den aktuelle faste rente, dog minimum 4 pct. Der er altså tale om en skærpet rentestresstest sammenlignet med god skik-bekendtgørelsen. *Negativ formue:* Boliggælden bør som hovedregel afvikles ud fra en ydelse, der svarer til et fastforrentet lån (minimum 4 pct.) med afdrag. *Høj gældsfaktor:* Kunden bør have en robust positiv formue. Ved en gældsfaktor på 400-500 pct. (over 500 pct.) bør formuen derfor som hovedregel forblive positiv, hvis boligen falder 10 pct. (25 pct.) i værdi.

7) Vejledningen til god skik-bekendtgørelsen understreger dog, at kunden i dette tilfælde a) skal have et højt rådighedsbeløb og b) afdrager på gælden, sådan at belåningsgraden indenfor en kort årrække er nedbragt til 95 pct.

MAKROPRUDENTIELLE TILTAG MÅLRETTET ERHVERVSBOLIGMARKEDET SIDEN FINANSKRISEN

Regulering af udlån til erhvervs-ejendomme også centralt

I tillæg til tiltagene rettet mod de private boligejere viser tabel III.1 også, hvilke stramninger der siden finanskrisen har været rettet mod udlån til erhvervsejendomme. Dette er relevant set i lyset af, at udlån til erhvervsejendomme også har spillet en vigtig rolle under tidligere finansielle kriser, herunder den seneste finanskrise i 2008, jf. afsnit III.1.[8]

Færre nye tiltag rettet mod udlån til erhvervsejendomme siden finanskrisen

Det fremgår af tabellen, at der siden finanskrisen har været færre nye tiltag målrettet udlån til erhvervsejendomme end til ejerboliger. De tiltag, der har været målrettet erhvervsejendomsmarkedet, indebærer dels tilsynsdiamanten for pengeinstitutter fra 2010, som indeholder et pejlemærke rettet specifikt mod erhvervsejendomseksponering, og dels tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, hvor visse af pejlemærkerne vedrører udlån til erhvervsejendomme, herunder udlejningsejendomme, jf. også ovenfor. Dertil kommer en tilføjelse til ledelsesbekendtgørelsen i 2015 om, at der som udgangspunkt kun må ydes lån med sikkerhed i udlejningsejendomme, hvis ejendommen genererer positiv likviditet (Erhvervsministeriet 2021b). Sidstnævnte tiltag lægger begrænsningen direkte på låntageren (virksomheden), mens de to øvrige tiltag i form af tilsynsdiamanterne lægger begrænsningen på institutterne.

Som udgangspunkt bør boliger og erhvervsejendomme behandles ensartet

Det fremføres jævnligt, at erhvervsejendomsmarkedet er præget af større heterogenitet, og at det er vanskeligere at værdiansætte erhvervsejendomme, hvilket i så fald kan gøre det vanskeligere at formulere detaljerede regler rettet mod låntagerne i sådanne ejendomme, jf. afsnit III.2. Hvis formålet med lånebegrænsninger er at sikre den finansielle stabilitet, forekommer det dog som udgangspunkt naturligt, at udlån til erhvervsejendomme underlægges samme makroprudentielle regulering som udlån til ejerboliger.

SAMMENLIGNING MED REGULERING I ANDRE LANDE

Sammenligning med EØS-lande

I det følgende sammenlignes de danske låneregler målrettet boligejerne med reguleringen i andre lande. Sammenligningen tager udgangspunkt

8) I forvejen er der i realkreditloven en lånegrænse for realkreditlån til de fleste typer erhvervsejendomme på 60 pct. af deres værdi mod en tilsvarende grænse på realkreditlån til ejerboliger og udlejningsejendomme på 80 pct.

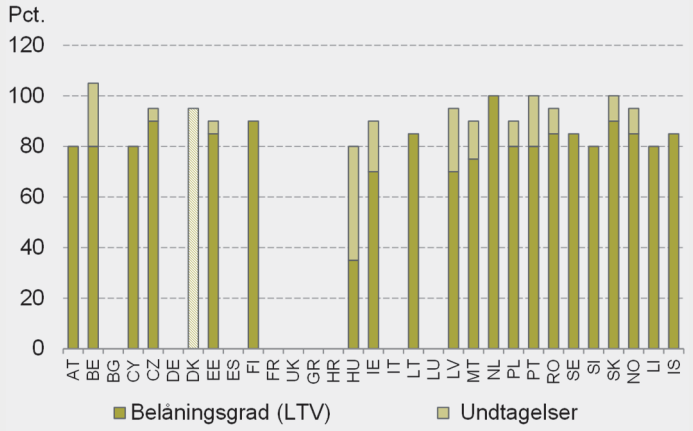
i ESRB's årlige opgørelse af makroprudentielle tiltag i EØS-landene, jf. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021).[9]

Danske regler for belåningsgrad relativt lempelige

Set i et internationalt perspektiv er det danske loft for belåningsgraden (LTV) på 95 pct. (svarende til udbetalingskravet på 5 pct.) relativt lempeligt, jf. figur III.9. Af de lande, der har et officielt loft for belåningsgraden, har man kun i Holland et højere loft end i Danmark på 100 pct. (svarende til at der ikke er et udbetalingskrav). Til sammenligning må boliglånet i eksempelvis Norge og Sverige maksimalt udgøre 85 pct. af boligens værdi. Ifølge Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) er der dog også flere lande, som ikke har et officielt loft for belåningsgraden, herunder Tyskland, Frankrig og Storbritannien.

FIGUR III.9 LOFT FOR BELÅNINGSGRADEN

Det danske udbetalingskrav er lavt i et internationalt perspektiv.



Anm.: Figuren viser officielle lofter for belåningsgraden i EØS-landene i 2020. De lysegrønne søjler angiver undtagelser fra det generelle loft, f.eks. hvis loftet varierer mellem forskellige grupper af låntagere. Se Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) for en nærmere beskrivelse.

Kilde: Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021).

9) EØS-landene består af EU-landene samt Island, Liechtenstein og Norge. Storbritannien indgår også i ESRB's opgørelse fra 2021, som dækker de makroprudentielle regler, der gjaldt i 2020.

Visse lande varierer loft for belåningsgrad mellem låntyper

Til forskel fra Danmark er der i visse lande formueret eksplicitte forskelle i loftet for belåningsgraden for forskellige grupper af låntagere. I Irland er loftet for belåningsgraden eksempelvis mere lempeligt for førstegangskøbere end for flergangskøbere og låntagere, hvor formålet med boligkøbet er at leje boligen ud (90 henholdsvis 80 og 70 pct.), ligesom der i Norge er et strammere loft for sekundære boliger i Oslo (60 pct.). I Danmark er der ikke eksplicit formuleret forskellige loft for belåningsgraden for forskellige typer af låntagere, men som nævnt giver god skik-bekendtgørelsen plads til fravigelser fra den generelle regel om en udbetaling på minimum 5 pct. I vækstvejledningen er der for låntagere med en høj gældsfaktor (på 400-500 pct. henholdsvis over 500 pct.) desuden formuleret en retningslinje om, at nettoformuen skal forblive positiv ved et boligprisfald på 10 henholdsvis 25 pct. Dette kan i praksis svare til, at låntagere med en høj gældsfaktor pålægges et strammere loft for belåningsgraden.[10]

Afdragsfrihed kun et udbredt låneprodukt i få lande

Ifølge Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) har kun relativt få lande formuleret egentlige grænser i forhold til afdragsfrie lån.[11] Den begrænsede regulering af afdragsfrihed kan dog afspejle, at afdragsfrie lån kun er et udbredt låneprodukt i relativt få lande. Ifølge European Mortgage Federation (2019) er der blandt de europæiske lande i dag kun et egentligt marked for afdragsfrie lån i Danmark, Holland og Sverige, også selvom der i flere andre lande ikke er noget lovmæssigt til hinder for at yde afdragsfrie lån.

Skrappere krav for afdrag i visse andre lande

Set i det lys kan Danmark anses for at have relativt lempelige regler for adgangen til afdragsfrie lån. I Sverige er det eksempelvis et krav, at der afdrages minimim 2 pct. af lånet, hvis belåningsgraden overstiger 70 pct. Kravet falder til 1 pct., hvis belåningsgraden ligger mellem 50 og 70 pct. Såfremt lånet overstiger 450 pct. af låntagerens indkomst (LTI), skal der afdrages yderligere 1 pct. I Norge er der tilsvarende et krav om afdrag for belåningsgrader over 60 pct. (hvor det dog er tilladt, at en vis andel af institutternes udlån overskrider kravet). I Holland er der ikke formelt set et krav om afdrag, men der gives incitament til at afdrage, da det kun er muligt at få rentefradrag, såfremt der afdrages. I Danmark er der til sammenligning kun krav om afdrag for låntagere med en høj gældsfaktor og belåningsgrad, såfremt der vælges variabel

10) Dette kan ses ved forsimplende at antage, at låntageren kun har formue og gæld i boligen. I dette tilfælde vil belåningsgraden, som angiver forholdet mellem boliggælden og boligens værdi, afspejle låntagerens nettoformue (er belåningsgraden under 100 pct., er nettoformuen positiv og omvendt). Hvis nettoformuen skal forblive positiv ved et boligprisfald på 10 hhv. 25 pct., kan belåningsgraden dermed maksmalt udgøre 90 hhv. 75 pct.

11) Liechtenstein, Norge, Slovakiet og Sverige.

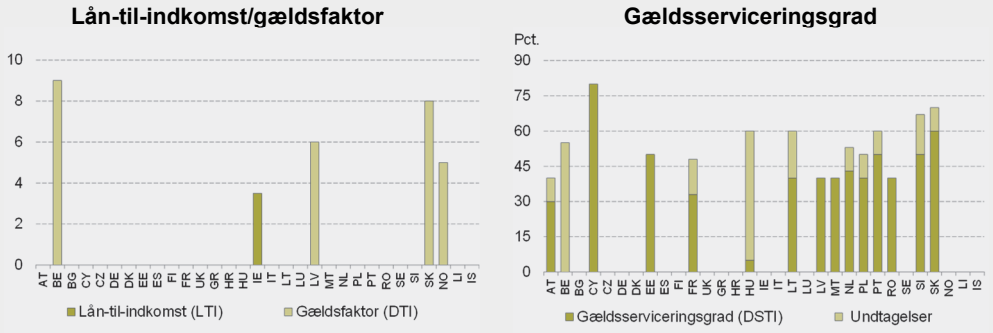
rente. En anden begrænsning er naturligvis pejlemærket for realkreditinstitutterne, der omhandler, hvor stor en andel lån med en høj belåningsgrad og afdragsfrihed må udgøre af de samlede udlån. Dette pejlemærke pålægger dog ikke den enkelte låntager begrænsninger.

Kun få lande har officielt loft for gældsfaktor eller lån-til-indkomst

Mens de danske krav til belåningsgrad og afdragsfrihed tilsyneladende er relativt lempelige i forhold til andre lande, gælder dette ikke umiddelbart i forhold til regler, der lægger begrænsninger på lånets størrelse i forhold til låntagerens indkomst (dvs. regler relateret til DTI, LTI og DSTI), jf. figur III.10. Der findes ifølge Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) eksempelvis kun i fem af EØS-landene en officiel grænse for, hvor stor en andel boliglånet eller låntagerens samlede gæld må udgøre af indkomsten (LTI henholdsvis DTI). I Norge er der eksempelvis en øvre grænse for gældsfaktoren (DTI) på 500 pct. (igen må en vis andel af institutternes udlån dog overskride loftet). I Danmark er der, som tidligere beskrevet, ikke et egentligt loft for gældsfaktoren, men til gengæld lægges der en række andre begrænsninger på lånemulighederne, såfremt låntageren overskrider grænsen for gældsfaktoren på 400 pct.

FIGUR III.10 LOFT FOR LÅN I FORHOLD TIL LÅNTAGERS INDKOMST

Kun få lande har et officielt loft for gældsfaktoren/lån-til-indkomst-forholdet, mens omtrent halvdelen har fastsat en grænse hvor, hvor stor en andel finansieringsydelsen må udgøre af indkomsten.



Anm.: Figuren viser officielle lofter for gældsfaktoren/lån-til-indkomst-forholdet hhv. gældsserviceringsgraden i EØS-landene i 2020. I figuren til højre angiver de lysegrønne søjler undtagelser fra det generelle loft, f.eks. hvis loftet varierer mellem forskellige grupper af låntagere. Se Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) for en nærmere beskrivelse.

Kilde: Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021).

Flere lande stiller krav til tilbagebetalingsevnen, …

En større andel af landene (omtrent halvdelen) har ifølge Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021) fastsat en grænse for, hvor stor en andel gældsserviceringen må udgøre af indkomsten (DSTI). Dette gælder dog ingen af de nordiske lande. I Danmark er der som tidligere nævnt formuleret en regel om, at låntageren skal kunne servicere et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag, men der er ikke angivet en specifik grænse for, hvad der anses for at være en for høj gældsserviceringsgrad (eller tilsvarende et for lavt rådighedsbeløb).

… herunder via stresstest

En række lande anvender i tillæg til grænser for gældsserviceringsgraden stresstests til at vurdere låntagerens tilbagebetalingsevne.[12] I Norge stresstestes låntagerens tilbagebetalingsevne eksempelvis ud fra en rentestigning på 5 pct.point. Flere af de danske regler kan også anses for at være stresstest, men disse er ikke nævnt i oversigten i Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021). Dette skyldes muligvis, at der ikke er formuleret et specifikt loft i de danske regler. De danske stresstest omhandler dels kravet om, at låntageren skal kunne servicere et lån med fast rente og afdrag uanset valg af lånetype, dels den skærpede rentestresstest i vækstområderne, hvor låntageren skal vurderes ud fra en rente, der er 1 pct.point højere end den aktuelle faste rente, dog minimum 4 pct.

Visse lande lempede lånereglerne under covid-19-pandemien

Som reaktion på covid-19-pandemien, der medførte et økonomisk tilbageslag på tværs af lande, valgte de makroprudentielle myndigheder i syv EØS-lande at lempe de låntagerbaserede krav med det formål at understøtte husholdningernes efterspørgsel efter kredit. Dette er eksempler på, at de låntagerbaserede tiltag er blevet anvendt som modcykliske instrumenter. Lempelserne under covid-19-krisen indebar både lavere udbetalingskrav (f.eks. i Finland), højere loft for gældsserviceringsgraden (f.eks. i Slovenien) og lavere afdragskrav (i Norge og Sverige). Størstedelen af EØS-landene ændrede dog ikke på de låntagerbaserede krav under pandemien. Den varierende brug af de låntagerbaserede tiltag som cykliske instrumenter kan afspejle, at der endnu ikke er konsensus om, hvorvidt de låntagerbaserede tiltag primært skal fungere som strukturelle eller cykliske instrumenter, jf. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021).

Bl.a. realkredit og tvungen pensionsopsparing er særkendetegn for Danmark

Der er generelt ikke tvingende grunde til, at indretningen og omfanget af lånebegrænsningerne skal være ensartede på tværs af lande. Der kan være mange forskelle på de finansielle strukturer, som det vil være naturligt at tage hensyn til i reguleringen af finansmarkederne. Et vigtigt forhold, der er karakteristisk for Danmark, er det veludviklede realkreditsystem, der normalt anses for at være et relativt robust og sikkert

12) Cypern, Tjekkiet, Finland, Irland, Norge og Storbritannien.

finansieringssystem, jf. også afsnit III.3. Et andet vigtigt særkendetegn er den meget omfattende obligatoriske pensionsopsparing via det danske arbejdsmarkedspensionssystem. Denne obligatoriske opsparing, der lægger beslag på en betydelig del af de erhvervsaktives bruttoindkomster, fører alt andet lige til et behov hos husholdningerne for fleksibilitet andre steder i det finansielle system for bedst muligt at kunne fordele livsindkomsten over livsforløbet.

III.5 GEVINSTER OG OMKOSTNINGER

Indhold i afsnittet

I dette afsnit præsenteres en række danske og udenlandske empiriske undersøgelser af virkningen af forskellige former for makroprudentiel regulering. Formålet er at give et indtryk af størrelsesordenen af de potentielle gevinster og omkostninger ved (yderligere) makroprudentiel regulering.

For lidt regulering giver ineffektive markeder pga. markedsfejl

Der vil generelt både være fordele og ulemper ved at regulere og dermed begrænse de økonomiske aktører i at handle efter deres umiddelbare ønsker. Det optimale reguleringsniveau vil være, hvor den samfundsmæssige gevinst ved en yderligere stramning i reguleringen er præcis lige så stor som den samfundsmæssige omkostning ved at foretage den pågældende ekstra regulering. I en situation uden nogen regulering overhovedet vil finansmarkederne ikke fungere effektivt, givet at der er væsentlige markedsfejl forbundet med deres virkemåde, som beskrevet i afsnit III.2. I denne ekstreme situation vil reguleringsniveauet oplagt være for lille.

For meget regulering vil forhindre finansmarkeder i at udføre deres opgave

Omvendt kan man forestille sig den modsatte yderlighed, hvor reguleringen er så omfattende, at den helt forhindrer låntagning af enhver art. I et sådant ydertilfælde kan finansmarkederne ikke udfylde deres opgaver med hensyn til at facilitere fornuftige ønsker om forbrugsudjævning og investeringsønsker. Et sted imellem disse to yderpoler vil det ideelle reguleringsniveau ligge. For at nå en bedre forståelse af, hvor omfattende reguleringen bør være, er det vigtigt at have et indtryk af, hvor store såvel gevinsterne som omkostningerne er ved et givet reguleringstiltag i en given situation.

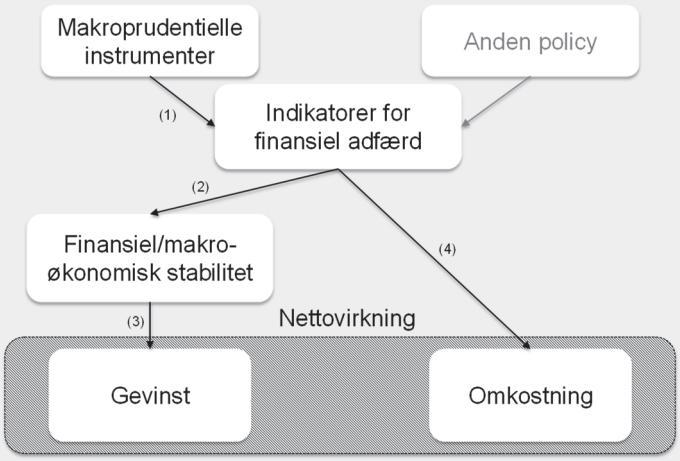
En ramme til at inddele empiriske analyser

De empiriske undersøgelser omfatter mange forskellige emner. En måde at strukturere diskussionen er at følge den tankegang, som fremgår af figur 1. Her tages udgangspunkt i forskellige konkrete makrop-

rudentielle reguleringsinstrumenter, eksempelvis indførelsen af bestemte udbetalingskrav eller begrænsninger i muligheden for at få afdragsfri lån. Indførelsen af sådanne tiltag vil påvirke forskellige finansielle delmål (indikatorer for finansiel adfærd) som niveauet for boligpriserne og den samlede udestående gæld med sikkerhed i boliger. Forskellige empiriske analyser har belyst størrelsesordenen af denne direkte virkning i forskellige historiske situationer (pil 1 i figuren). Ligeledes kan disse finansielle indikatorer blive påvirket af andre policytiltag som eksempelvis ændringer i skattelovgivningen (den unummererede pil øverst til højre i figuren).

FIGUR III.11 RAMMEVÆRK

Figuren viser forskellige trin til inddeling af den empiriske litteratur om virkningen af makroprudentiel regulering.



Nettovirkning afhænger af samlede gevinster og omkostninger

En mere afdæmpet udvikling i hver af de forskellige relevante finansielle indikatorer eller delmål kan igen formodes at formindske sandsynligheden for, at der på et senere tidspunkt vil opstå en finansiel krise. Igen findes der forskellige empiriske undersøgelser, der har forsøgt at kvantificere denne sammenhæng (pil 2). En formindsket risiko for finansielle krisetilstande vil være en gevinst for samfundsøkonomien, men det er en selvstændig udfordring at kvantificere denne på en meningsfuld måde (pil 3). Samtidig kan begrænsningerne i husholdningernes og virksomhedernes adfærd også indebære en selvstændig samfundsøkonomisk omkostning, der bør tælles med i det samlede

regnestykke (pil 4). Den samlede nettovirkning for den samfundsøkonomiske velfærd vil være forskellen på de samlede gevinster og omkostninger. På de følgende sider vil en række empiriske undersøgelser af hver af de nævnte trin i tankegangen blive gennemgået.

INDIKATORER FOR RISIKO FOR EN FINANSIEL KRISE

Kredit og aktivpriser centrale indikatorer

En række studier har beskæftiget sig med spørgsmålet om, hvilke finansielle indikatorer der kan tænkes at være informative om, hvorvidt der er forhøjet risiko for en fremtidig krise i det finansielle system, jf. eksempelvis Schularick og Taylor (2012), Richter mfl. (2021) og Greenwood mfl. (2022). Generelt peger litteraturen især på de følgende tre indikatorer:

- Væksten i kredit (enten i den samlede gæld eller med hensyn til nyudlån)
- Væksten i boligpriser og aktiepriser
- Niveauet for låntagernes samlede gæld.

Kombination af høj kredit- og aktivprisvækst øger forudsigelighed af finanskriser

Et nyt studie viser, at forekomsten af finansielle kriser i betydelig grad kan forudsiges ud fra en kombination af høj forudgående kredit- og aktivprisvækst, jf. Greenwood mfl. (2022). En fortolkning på dette er, at opsving, der er karakteriseret ved kreditdrevne stigninger i aktivpriserne, har tendens til indenfor få år at ende i en finansiel krise. Studiet fokuserer dog udelukkende på forudsigelsesgrad og ikke på kausale effekter. Forudsigelsesgraden er både stor, når der fokuseres på husholdningssiden (i form af vækst i udlån til husholdninger og boligpriser) og på erhvervssiden (i form af vækst i udlån til erhverv samt aktiepriser). Dette understøttes af det danske tilfælde, hvor udlån til husholdninger og erhverv udgør omtrent samme andel af kreditinstitutternes udlån, jf. afsnit III.3. Op til den seneste finanskrise i 2008 steg udlånene fra de danske kreditinstitutter til både erhverv og husholdninger betragteligt, jf. afsnit III.3, samtidig med, at der var en kraftig vækst i aktivpriserne. I de senere år har der ikke på samme måde været en stigning i kreditvæksten.

Centrale pejlemærker for myndigheder

Ovenstående indikatorer er også centrale i de makroprudentielle myndigheders overvågning af systemiske risici. Dette afspejles eksempelvis i, at Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici og Det Systemiske Risikoråd har defineret såkaldte delmål for den makroprudentielle politik, hvori forebyggelse af overdreven kreditvækst og gearing indgår, jf. Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2013) og Det Systemiske Risikoråd (2014). Tanken med delmålene er, at de skal bidrage

til at sikre det overordnede mål, som er at sikre et stabilt finansielt system til gavn for samfundsøkonomien.

Ikke entydige resultater mht. gæld

Det er dog ikke entydigt, at låntagernes gældsniveau i sig selv er en god indikator for forhøjet risiko. Som nævnt i afsnit III.3 finder et dansk studie således, at den afgørende problemstilling er, hvorvidt belåningen går til at finansiere et højere forbrug, jf. Andersen mfl. (2016). Svensson (2021a, 2021b) finder parallelle resultater for henholdsvis Australien og Storbritannien.

Tidlige varslingssignaler

De indikatorer, som litteraturen har identificeret, kan betragtes som tidlige varslingssignaler, dvs. indikatorer der signalerer opbygning af risici, der kan lede til en finansiel krise. Mens vækst i kredit og aktivpriser er et cyklisk fænomen, er niveauet for den samlede gæld sværere at placere entydigt i tids- eller tværsnitsdimensionen. Man kan sige, at litteraturen især har fokus på den cykliske dimension af den systemiske risiko, dvs. tendensen til konjunkturmedløbende og dermed selvforstærkende adfærd i den finansielle sektor, jf. Galati og Moessner (2018).

INTRODUKTION TIL LITTERATURGENNEMGANG

Behov for viden om effekterne af makroprudentielle tiltag målrettet boligejerne

Efter den internationale finanskrise i 2007-09 er der kommet øget fokus på makroprudentiel regulering som et centralt værktøj til at sikre den finansielle stabilitet. I årene efter finanskrisen, hvor mange lande, herunder Danmark, strammede den makroprudentielle regulering, var der derfor også kun begrænsede erfaringer med, hvilke virkninger de enkelte makroprudentielle instrumenter havde, og om reguleringen mere specifikt havde de tilsigtede effekter. Den øgede brug af makroprudentiel regulering skabte derfor et behov for mere viden om effekterne. På denne baggrund er der i løbet af 2010'erne opstået en international empirisk litteratur om emnet, herunder specifikt om makroprudentielle tiltag målrettet boligejerne. Der er derfor tale om en relativt ny litteratur, som stadig er i udvikling.

Størstedelen af litteraturgennemgang fokuserer på aggregerede effekter

Litteraturgennemgangen i dette afsnit har især fokus på den empiriske litteratur, der undersøger effekterne på aggregeret niveau af makroprudentiel politik målrettet boligejerne (også benævnt "låntagerne" i det følgende). De første to delafsnit af litteraturgennemgangen fokuserer på effekterne på målene for den makroprudentielle politik, altså gevinstsiden, mens det tredje delafsnit fokuserer på de mulige sideeffekter på realøkonomien, altså omkostningssiden. Efter disse afsnit, der fokuserer på de aggregerede effekter, følger et delafsnit, der fokuserer

på både gevinster og omkostninger på individniveau, herunder omfordelingseffekter og effekter på husholdningernes mulighed for forbrugsudjævning.

Gevinster kan opgøres for delmål eller endemål for makroprudentiel politik

I forhold til gevinstsiden kan litteraturen helt overordnet inddeles i to grupper i forhold til, om effekterne undersøges på delmålene for den makroprudentielle politik eller på endemålet, altså finansiel og makroøkonomisk stabilitet. Litteraturen, der fokuserer på delmålene, undersøger især effekterne på gæld og boligpriser. Dette afspejler, som beskrevet i delafsnittet ovenfor, at litteraturen har identificeret disse indikatorer som centrale for forekomsten og dybden af finansielle kriser. Størstedelen af litteraturen om gevinsterne af makroprudentiel politik undersøger effekterne på disse delmål, mens kun en mindre del af litteraturen forsøger at måle effekterne direkte på den finansielle og makroøkonomiske stabilitet.

Dansk og international litteratur

Dansk litteratur omhandler primært lempelser før finanskrisen, …

Det er på nuværende tidspunkt stadig begrænset med dansk litteratur, der beskæftiger sig med de empiriske effekter af ændringer i den låntagerbaserede makroprudentielle regulering i Danmark. De danske studier, der findes, undersøger hovedsageligt de lempelser af lånereglerne, der fandt sted i Danmark op til starten af 2000'erne, herunder især introduktionen af afdragsfrie lån i 2003.

… som er af begrænset relevans for nuværende kontekst

Disse studier er dog af begrænset relevans i den nuværende kontekst af tre årsager. For det første afspejler studierne store lempelser af reguleringen, f.eks. i form af *indførelsen* af afdragsfrie lån, hvor en tilsvarende stramning ville svare til en fuldstændig *afskaffelse* af disse lån (ændringer langs den ekstensive margin). Dette kapitel fokuserer snarere på marginale ændringer i reguleringen, f.eks. en *begrænsning* i adgangen til afdragsfrie lån (ændringer langs den intensive margin). For det andet må effekterne af en marginal ændring forventes at afhænge af, hvor stram reguleringen er i udgangspunktet. Siden låneregulering er blevet strammet ad flere omgange siden finanskrisen, kan historiske erfaringer derfor ikke nødvendigvis overføres til den nuværende kontekst. For det tredje peger litteraturen på, at der kan være forskelle i effekterne af stramninger og lempelser (såkaldte asymmetriske effekter), som også kan gøre effekterne mindre sammenlignelige, jf. også senere i afsnittet.

Få danske studier af stramningerne siden finanskrisen

Der findes umiddelbart kun et enkelt dansk empirisk studie, som undersøger effekterne af en af de stramninger af lånereglerne, der har fundet sted efter finanskrisen, i form af vækstvejledningen fra 2016, jf.

Bentzen mfl. (2018). I tillæg hertil findes dog også en række modelbaserede studier, som undersøger effekterne af makroprudentielle stramninger i økonomiske modeller kalibreret til danske forhold.

Litteraturgennemgang inkluderer også international litteratur

På grund af de betydelige internationale forskelle i institutionelle rammer og omfanget af regulering er empiriske studier af danske data at foretrække, når formålet er at undersøge, hvilke effekter stramninger i lånereglerne kan tænkes at have i en dansk kontekst. Givet det begrænsede antal danske studier vil litteraturgennemgangen nedenfor dog også i høj grad trække på den internationale empiriske litteratur, ligesom de danske modelbaserede studier vil blive omtalt.

Flest internationale studier af belåningsgraden

Størstedelen af studierne i den internationale litteratur beskæftiger sig med ændringer i loftet for belåningsgraden (LTV), dvs. hvor stor en andel af boligens værdi der maksimalt kan belånes. For den samlede lånefinansiering svarer et sådant loft til et udbetalingskrav. Dette afspejler formentlig, at grænser for belåningsgraden har været det mest udbredte makroprudentielle instrument målrettet låntagerne på tværs af lande set over en længere årrække, jf. Akinci og Olmstead-Rumsey (2018). Et mindre antal studier beskæftiger sig med ændringer i kravene til gældsfaktoren eller gældsserviceringsgraden (DTI henholdsvis DSTI), dvs. hvor stor en andel gælden eller gældsserviceringen højest må udgøre af indkomsten, mens kun et lille antal studier beskæftiger sig med ændringer i adgangen til afdragsfrie lån.

Nogle studier undersøger et aggregeret indeks

Dertil kommer en række studier, som danner et aggregeret indeks for en gruppe af instrumenter i stedet for at betragte effekterne af et enkelt instrument. Det aggregerede indeks kan eksempelvis dække over boligrelaterede eller låntagerbaserede instrumenter, men kan også være et samlet indeks for makroprudentielle instrumenter set under et. En fordel ved at anvende et aggregeret indeks er, at antallet af observerede policy-ændringer øges, hvorved præcisionen af de estimerede effekter forbedres. Omvendt vil de estimerede effekter afspejle den gennemsnitlige effekt på tværs af de inkluderede instrumenter, hvilket vil dække over eventuel heterogenitet imellem instrumenterne og dermed give en mindre idé om de specifikke effekter af hver af de låntagerbaserede instrumenter. Studierne, der anvender aggregerede indeks, vil derfor kun i begrænset omfang blive inkluderet i litteraturgennemgangen.

Kategorisering af den internationale litteratur

To skillelinjer i litteraturen

Den internationale litteratur anvender forskellige tilgange til at forsøge at estimere de empiriske effekter af makroprudentielle tiltag målrettet låntagerne. I det følgende følger en kort diskussion af disse forskellige

tilgange, herunder deres respektive fordele og ulemper.[13] Disse fordele og ulemper er relevante at have for øje, når de enkelte studiers troværdighed og relevans skal vurderes. Der kan overordnet identificeres to skillelinjer i litteraturen, som relaterer sig til analysedesign henholdsvis måling af det makroprudentielle instrument.

Første skillelinje: Analysedesign

Den første skillelinje i litteraturen omhandler, hvorvidt studiet er baseret på data for et panel af lande (tværlandestudier) eller et enkelt land (landestudier), og hvorvidt der anvendes aggregerede data eller individdata. Tværlandestudierne bygger oftest på aggregerede data over en længere tidsperiode, hvor der tages udgangspunkt i en international database over makroprudentielle tiltag.[14] Landestudierne bygger omvendt oftest på mikroøkonometriske metoder, hvor der tages udgangspunkt i effekterne af en konkret policy-ændring. Der er dog også tilfælde, hvor landestudierne bygger på aggregerede data, jf. f.eks. de Jong og de Veirman (2019), og tværlandestudierne omvendt bygger på mikrodata, jf. f.eks. Claessens mfl. (2013).

Fordele og ulemper ved analysetilgange, herunder i forhold til kausalitet …

Begge analysetilgange har deres fordele og ulemper i forhold til at belyse effekterne af makroprudentielle tiltag, jf. Araujo mfl. (2020) og Galati og Moessner (2018). For de studier, der anvender aggregerede data, er en særlig udfordring, at makroprudentielle tiltag ofte bliver iværksat som en reaktion på den finansielle og makroøkonomiske udvikling, hvorved der opstår såkaldt omvendt kausalitet. Det betyder, at disse studier i udgangspunktet ikke finder årsagssammenhænge (dvs. kausale effekter) mellem det makroprudentielle instrument og udfaldsvariablene, men blot samvariationer. Kun få studier i litteraturen, der anvender aggregerede data, tager metodisk tilstrækkeligt højde for omvendt kausalitet til, at der kan argumenteres for kausale effekter, se f.eks. Alam mfl. (2019), Mokas og Giuliodori (2021) og Richter mfl. (2019).[15] Studier, der bygger på en mikroøkonometrisk tilgang, kommer typisk nærmere kausale effekter. Disse studier opfanger til gengæld ikke eventuelle afledte effekter på økonomien som helhed, altså de aggregerede effekter af en policy-ændring.

13) Se desuden to nylige litteraturoversigter i Araujo mfl. (2020) samt Galati og Moessner (2018).

14) Lim mfl. (2011) er et tidligt eksempel på en database, mens der senere er kommet flere databaser til, eksempelvis Cerutti mfl. (2017) og Alam mfl. (2019).

15) Disse studier anvender såkaldte *inverse propensity scores* til at sandsynliggøre, at estimaterne afspejler kausale effekter. Intuitivt lægger denne metode mindre vægt på observationer, der med større sandsynlighed er påvirket af endogenitet (herunder omvendt kausalitet).

… og sammenlignelighed med dansk kontekst

En ulempe ved tværlandestudierne er, at de i mindre grad kan overføres til en dansk kontekst, da resultaterne vil afspejle den gennemsnitlige sammenhæng mellem de makroprudentielle instrumenter og udfaldsvariablene på tværs af lande og over tid. En ulempe ved landestudierne er omvendt, at der i den nuværende litteratur kun findes et begrænset antal studier, hvor det analyserede land er sammenligneligt med Danmark. Litteraturgennemgangen vil derfor trække på både tværlande- og landestudier, men hvor der lægges vægt på de studier, der anses for mest relevante for den danske kontekst.

Anden skillelinje: Måling af den makroprudentielle variabel

Den anden skillelinje i litteraturen omhandler, hvordan det makroprudentielle instrument måles. Den mest præcise måde at måle instrumenterne på er at danne et mål, der opfanger intensiteten af instrumentet (f.eks. om LTV-grænsen er på 90 eller 95 pct.), altså et kvantitativt mål. Det er dog især for tværlandestudierne vanskeligt at danne et sådant kvantitativt mål, da der kan være betydelige forskelle i instrumenternes anvendelse på tværs af landene, jf. f.eks. Galati og Moessner (2018). Det er derfor kun i de senere år, at der i litteraturen har været nogle enkelte forsøg på at anvende et kvantitativt mål i tværlandestudierne, jf. f.eks. Alam mfl. (2019) og Richter mfl. (2019). En betydelig del af litteraturen måler i stedet den makroprudentielle politik på en mere simpel måde. I den mest simple tilgang anvendes en binær variabel (en såkaldt dummy-variabel) til at registrere, om et makroprudentielt instrument anvendes på et givent tidspunkt eller ej (f.eks. om et land har en LTV-grænse eller ej), jf. f.eks. Cerutti mfl. (2017). I en lidt mere detaljeret tilgang anvendes en kategorisk variabel, der registrerer, om instrumentet i en given tidsperiode løsnes, strammes eller forbliver uændret, jf. f.eks. Akinci og Olmstead-Rumsey (2018).

Måling påvirker præcision af effektestimater

Målingen af det makroprudentielle instrument har betydning for, hvordan resultaterne fra studiet kan fortolkes, jf. Araujo mfl. (2020). Når et kvantitativt mål for instrumentet anvendes, kan den estimerede effekt tolkes som effekten af at ændre instrumentets intensitet med *en enhed* (typisk målt i pct.point) – altså en ændring langs den intensive margin. En kategorisk variabel vil derimod kun opfange effekten af at *ændre* i instrumentet, mens en binær variabel opfanger effekten af, om instrumentet *anvendes* eller ej – altså en ændring langs den ekstensive margin. I de to sidstnævnte tilgange vil den estimerede effekt afspejle den gennemsnitlige effekt på tværs af alle policy-ændringer i datagrundlaget – uden hensyntagen til forskellige størrelsesordener af disse ændringer. De estimerede effekter vil derfor alt andet lige også være mindre præcise ved disse to tilgange. Samlet set er kvantitative mål derfor som udgangspunkt at foretrække, men som nævnt er det endnu begrænset med sådanne tværlandestudier i litteraturen.

Relevans afhænger af tre parametre

Samlet set afhænger relevansen af et studie af følgende tre parametre: Hvor troværdigt studiets analysedesign er i forhold til at identificere kausale effekter, i hvor høj grad studiets resultater kan overføres til den danske kontekst, og slutteligt hvor præcist policy-effekten måles.

EFFEKTER PÅ DELMÅL FOR DEN MAKROPRUDENTIELLE POLITIK

Indhold i delafsnittet

I det følgende opsummeres den empiriske litteratur, der undersøger effekterne af låntagerbaserede tiltag på delmål for den makroprudentielle politik i form af udviklingen i gældsætning og boligpriser. Siden de forskellige instrumenter pålægger låntagerne begrænsninger på forskellig vis, kan deres effekter også tænkes at variere. Derfor opdeles litteraturgennemgangen på, hvilket konkret makroprudentielt instrument der undersøges.

Grænser for belåningsgraden

Nogle studier indikerer stærkere effekt på gæld end på huspriser

Der er endnu ikke generel konsensus i den internationale litteratur om, hvilken effekt grænser for belåningsgraden har på gældssætningen og boligpriserne. Araujo mfl. (2020) sammenfatter i et metastudie de foreløbige estimater fra litteraturen og finder, at ændringer i belåningsgraden i omtrent halvdelen af analyserne har en statistisk signifikant sammenhæng med både husholdningernes gæld og huspriserne. I en formaliseret metaregression, hvor forfatterne beregner den gennemsnitlige estimerede effekt på tværs af de eksisterende studier, findes der dog kun en signifikant sammenhæng mellem ændringer i belåningsgraden og gælden. Dette kan indikere, at ændringer i belåningsgraden har en stærkere effekt på gældssætningen end på huspriserne. Et sådant resultat findes i en række tværlandestudier, jf. f.eks. Mokas og Giuliodori (2021), Cerutti mfl. (2017) og Kuttner og Shim (2016),[16] samt i nogle landestudier, jf. f.eks. Han mfl. (2021) og van Bekkum mfl. (2019).[17]

16) Kuttner og Shim (2016) anvender et datasæt for 57 lande i perioden 1980-2012, Cerutti mfl. (2017) anvender et datasæt med 119 lande i perioden 2000-13, mens Mokas og Giuliodori (2019) anvender data for de 28 EU-lande i perioden 2000-19.

17) Han mfl. (2021) finder ingen afkølende effekt på boligpriserne af en stramning af udbetalingskravet i Canada i 2012. Van Bekkum mfl. (2019) finder for Holland, at introduktionen af et loft for belåningsgraden i 2011 reducerede førstegangskøberes gældsætning, men at de ikke købte billigere huse.

Teoretisk argument for større effekt på gæld end på boligpriser

Grænser for belåningsgraden, og lånerestriktioner mere generelt, kan teoretisk set have en større effekt på gælden end på boligpriserne, da lånerestriktioner lægger en direkte begrænsning på, hvor meget en husholdning kan låne til boligkøb. Effekten på boligpriserne er til gengæld mere indirekte, da tiltag, der reducerer låntagningen, kun lægger en dæmper på huspriserne i det omfang, at boligkøbene er lånefinansierede, jf. f.eks. Ahuja og Nabar (2011).

Flere studier finder dog effekt på boligpriser

Visse tværlandestudier finder dog, at grænser for belåningsgraden har en signifikant negativ sammenhæng med boligpriserne, jf. f.eks. Akinci og Olmstead-Rumsey (2018), og i visse tilfælde findes denne sammenhæng at være stærkere end for gældssætningen, jf. f.eks. Carreras mfl. (2018). Et nyligt eksempel i litteraturen på, at der findes en effekt på både gæld og boligpriser, er tværlandestudiet af Richter mfl. (2019), som estimerer den kausale effekt af stramninger i belåningsgraden baseret på data for 56 lande over perioden 1990-2012.[18] Richter mfl. (2019) undersøger effekterne for forskellige tidshorisonter efter policy-stramningen. For gældssætningen finder Richter mfl. (2019) den største effekt efter to år, hvor husholdningernes samlede gæld samt boliggælden begge i reale termer reduceres med 5-6 pct. For de reale huspriser findes den største effekt efter fire år med en reduktion på 8 pct.

Svensk stramning reducerede gæld og boligpriser

En række landestudier finder tilsvarende, at stramninger i belåningsgraden kan lægge en dæmper på både gæld og boligpriser, jf. eksempelvis de Araujo mfl. (2020), Igan og Kang (2011) samt Craig og Hua (2011).[19] Det svenske Finansinspektionen (2018) undersøger i en mikroøkonometrisk analyse ligeledes effekterne af en stramning af lånereglerne i Sverige i 2010, hvor der blev indført et loft for belåningsgraden for lån med pant i boligen på 85 pct.[20] Analysen finder, at tiltaget i gennemsnit reducerede nye låntageres samlede gæld med 2,1 pct. et år efter tiltaget, og at disse låntagere i gennemsnit købte huse, der var 1,6 pct. billigere.

18) Analysen anvender en binær variabel for, om der sker stramninger i loftet for belåningsgraden. Analysen kan derfor ikke skelne mellem forskellige grader af intensitet af disse stramninger, jf. diskussionen ovenfor. I andre dele af artiklen anvendes til gengæld et kvantitativt mål for policy-ændringer, som muliggør mere præcise effektestimater, jf. også senere i afsnittet.

19) De Araujo mfl. (2020) finder, at indførelsen af et loft for belåningsgraden i Brasilien i 2013 reducerede boligpriserne. Igan og Kang (2011) finder for ændringer i belåningsgraden i Korea en negativ effekt på væksten i huspriserne, men ikke på væksten i husholdningernes gæld. Craig og Hua (2011) finder for stramninger af belåningsgraden i Hong Kong en negativ effekt på væksten i huspriserne på kort sigt.

20) Med tiltaget var det dog stadig muligt at dække de sidste 15 pct. af udbetalingen med usikrede (omend dyrere) lån.

Flere forklaringer på heterogene effekter i litteraturen

De varierende resultater i litteraturen kan afspejle metodemæssige forskelle, jf. også diskussionen i delafsnittet ovenfor, men også, at effektiviteten af et tiltag generelt vil afhænge af en række forhold. Litteraturen peger på en række årsager til, at sådanne heterogene effekter kan opstå, herunder årsager relateret til det enkelte policy-tiltag og til institutionelle forhold, jf. også boks III.2. Disse betragtninger gælder ikke kun ændringer i belåningsgraden, men makroprudentielle instrumenter mere generelt. Et fund i litteraturen er eksempelvis, at effektiviteten er større ved såkaldte "hårde" tiltag, dvs. tiltag som er juridisk bindende, og hvor det ikke er muligt at blive undtaget fra reglerne.

Loft for belåningsgrad kan mindske risiko for misligholdelse af lån, …

Enkelte landestudier belyser, hvilken betydning ændringer i belåningsgraden kan have for misligholdelsen af lån, dvs. at lånet ikke tilbagebetales i tide, jf. de Araujo mfl. (2020) og van Bekkum mfl. (2019), som analyserer effekterne af en brasiliansk henholdsvis hollandsk stramning. Såfremt mange husholdninger misligholder deres lån på samme tid, kan dette udgøre en trussel mod den finansielle stabilitet. På forhånd følger det ikke entydigt, at strammere låneregler, som reducerer gælden, også reducerer risikoen for misligholdelse af lån, jf. f.eks. van Bekkum mfl. (2019). På den ene side reducerer lavere gæld gældsserviceringsgraden, hvilket gør det lettere at servicere gælden. På den anden side betyder lavere lånegrænser, at en større del af boligkøbet skal finansieres med opsparing. I perioder med lavere indkomst (f.eks. grundet ledighed) kan opsparing dermed i mindre omfang anvendes som en stødpude til fortsat at servicere lånet. De to landestudier af Brasilien og Holland finder imidlertid begge, at introduktionen af et loft for belåningsgraden samlet set virkede til at mindske sandsynligheden for misligholdelse af lån blandt husholdningerne.

… men stramme lånegrænser kan også have modsatte effekt

Modsat ovenstående studier finder Kim og Oh (2021), at en lempelse af loftet for belåningsgraden og gældsfaktoren i Sydkorea reducerede sandsynligheden for, at lånet blev misligholdt. Dette afspejler, at lempelsen af lånegrænserne forbedrede låntagernes mulighed for at optage banklån, som var billigere (havde en lavere rente) end andre typer af lån, der ikke var omfattet af reguleringen. Dette reducerede låntagernes gældsomkostninger og gjorde det dermed lettere at betale ydelsen på lånet. Kim og Oh (2021) peger dermed på en mulig utilsigtet effekt af for stram låneregulering i form af risikoen for, at en del af gælden blot flyttes andetstedshen til en dyrere rente. Da lånegrænserne i Sydkorea er en del strammere end i Danmark, kan man dog ikke nødvendigvis forvente den samme utilsigtede effekt af at stramme grænserne i en dansk kontekst. Van Bekkum mfl. (2019) finder eksempelvis i det hollandske tilfælde, at indførelsen af et loft for belåningsgraden ikke førte til en substitution over mod andre låneformer.

BOKS III.2 ÅRSAGER TIL HETEROGENE EFFEKTER

Litteraturen peger på en række faktorer, som kan forklare, hvorfor effektiviteten af makroprudentielle tiltag målrettet låntagerne kan variere: Såkaldte ikke-lineære effekter, asymmetriske effekter, design af instrumentet, institutionelle forhold samt tidsvarierende effekter. Evidensen for disse forskellige faktorer uddybes i det følgende.

Ikke-lineære effekter
Et nyere tværlandestudie af Alam mfl. (2019) finder tegn på såkaldte ikke-lineære effekter af ændringer i loftet for belåningsgraden i form af, at effekten på kreditvæksten i husholdningerne af at stramme loftet for belåningsgraden falder, des større stramningen er, og des strammere loftet var i udgangspunktet. Eksempelvis estimeres en stramning i loftet for belåningsgraden på 1 pct.point at mindske den reale kreditvækst i husholdningerne med 0,65 pct.point for stramninger, der er mindre end 10 pct.point, mens effekten falder til 0,36 pct.point for stramninger mellem 10 og 25 pct.point.

Den aftagende effekt af større stramninger kan afspejle, at større stramninger øger incitamentet til at omgå reglerne ved at optage kredit i institutter, der ikke er underlagt reguleringen (f.eks. ikke-banker eller udenlandske institutter). Et studie af en hollandsk stramning af loftet for belåningsgraden finder dog omvendt, at effekten af at ændre loftet for belåningsgraden stiger, des strammere loftet er, da en større andel af husholdningerne i så fald bindes af loftet, jf. de Jong og de Veirman (2019).

Asymmetriske effekter
Andre studier peger på, at der kan være forskelle i effekterne af at stramme henholdsvis lempe reglerne, dvs. såkaldte asymmetriske effekter. Der er dog endnu ikke generel konsensus om, hvilken vej disse asymmetriske effekter går, jf. også metastudiet i Araujo mfl. (2020). Visse studier finder eksempelvis, at stramninger i belåningsgraden har en større effekt end lempelser, jf. McDonald (2015) og de Jong og de Veirman (2019), mens Poghosyan (2019) for EU-landene finder det modsatte med udgangspunkt i et indeks, der opfanger lånerestriktioner. Kuttner og Shim (2016) finder for 57 lande kun forskelle i signifikansen, men ikke størrelsen, af effekterne, hvilket i hvert fald delvist afspejler, at der det seneste årti har været flere tilfælde af stramninger end lempelser.

Der kan også være asymmetriske effekter relateret til, om et tiltag indføres i opsvings- eller nedgangsfasen af den finansielle cyklus. Her peger litteraturen dog også i lidt forskellige retninger. Visse studier finder eksempelvis en større effekt i opgangstider, jf. f.eks. Cerutti mfl. (2017), McDonald (2015) og Claessens mfl. (2013), mens andre omvendt finder en mindre effekt, jf. Armstrong mfl. (2019). Cerutti mfl. (2017) og Claessens mfl. (2013) peger på, at den højere effektivitet af makroprudentielle tiltag i opgangstider kan afspejle, at makroprudentiel politik typisk er rettet mod at bremse udviklingen under opsvinget, men i mindre grad har til formål at dæmpe nedgangen i recessioner. For grænser for belåningsgraden specifikt peger Armstrong mfl. (2019) omvendt på, at effektiviteten af instrumentet kan falde i perioder med højere boligprisstigninger, da udlånene kan stige i takt med boligpriserne, hvilket gør begrænsningen mindre bindende.

Fortsættes

BOKS III.2 ÅRSAGER TIL HETEROGENE EFFEKTER, FORTSAT

Design af det makroprudentielle tiltag
Effektiviteten af et makroprudentielt tiltag afhænger i sagens natur også af, hvordan tiltaget er designet. Den foreløbige evidens i litteraturen indikerer, at effektiviteten af et tiltag stiger, hvis tiltaget er juridisk bindende, hvis der ikke er nogen undtagelser fra reglerne, og hvis der er sanktioner forbundet med at bryde reglerne, jf. Mokas og Giuliodori (2021) og Poghosyan (2019). Der findes til gengæld ikke nogen nævneværdig effekt af "bløde" tiltag såsom anbefalinger og vejledninger.

Institutionelle forhold
Der er også tegn på, at institutionelle forhold kan have betydning for effektiviteten af et makroprudentielt tiltag. De foreløbige resultater i litteraturen peger eksempelvis i retning af en større effekt på kreditvæksten i udviklingsøkonomier end i avancerede økonomier. Dette findes både specifikt for restriktioner på belåningsgraden, jf. Alam mfl. (2019), for boligrelaterede og låntagerbaserede tiltag mere generelt, jf. Araujo mfl. (2020) og Cerutti mfl. (2017), og helt overordnet for makroprudentielle tiltag, jf. Andries mfl. (2021) og Cerutti mfl. (2017). Alam mfl. (2019) finder omvendt for boligpriserne en større effekt i avancerede økonomier, både af tiltag målrettet belåningsgraden og af låntagerbaserede tiltag mere generelt.[a)] Den lavere effektivitet på kredit i avancerede økonomier kan hænge sammen med, at disse landes finansielle systemer er mere åbne og sofistikerede, hvilket øger muligheden for at omgå reguleringen, jf. f.eks. Cerutti mfl. (2017).

Tidsvarierende effekter
Slutteligt peger en række studier på, at effekterne af makroprudentielle tiltag kan variere over tid, hvorfor forskelle i de estimerede effekter også kan afspejle forskellige tidshorisonter i analyserne.[b)] Der er både blevet identificeret tidsvarierende effekter for grænser for belåningsgraden specifikt og for makroprudentielle tiltag mere generelt, jf. f.eks. Budnik og Rünstler (2020), Poghosyan (2019), Richter mfl. (2019) og Craig og Hua (2011). Poghosyan (2019) undersøger eksempelvis for EU-landene en tidshorisont på op til fire år og finder, at effekten af lånebegrænsninger på kredit og huspriser topper efter tre år. Ifølge metastudiet i Araujo mfl. (2020) er den overordnede tendens, at effekterne er aftagende, men persistente over tid.

a) En anden gruppe af studier finder omvendt ikke tegn på forskelle i effektiviteten på tværs af forskellige typer af lande, jf. Akinci og Olmstead-Rumsey (2018) og Claessens mfl. (2013).

b) Flere af studierne anvender VAR- eller VEC-modeller (vector autoregression hhv. vector error correction) og kointegrationsmetoder til at analysere de dynamiske effekter over tid, jf. Budnik og Rünstler (2020), Carreras mfl. (2018) og Craig og Hua (2011).

Modelstudier belyser potentielle effekter i dansk kontekst

Der findes endnu ingen empiriske analyser, der undersøger danske ændringer i loftet for belåningsgraden, f.eks. indførelsen af udbetalingskravet på 5 pct. i 2015 (svarende til en reduktion af loftet for belåningsgraden fra 100 til 95 pct.). Til gengæld belyser en række modelbaserede studier de mulige effekter i en model kalibreret til danske forhold, jf. boks III.3. Modelberegningerne peger overordnet set på, at et lavere loft for belåningsgraden kan mindske de danske husholdningers gældssætning samt øge den makroøkonomiske stabilitet gennem mindre udsving på boligmarkedet og en lavere kriserisiko.

Dansk studie af 1992-reform, der lempede reglerne for realkreditlån

Et enkelt dansk studie belyser effekterne af en dansk realkreditreform fra 1992, hvor et af elementerne kan tolkes som en lempelse af kravene til belåningsgraden, jf. Leth-Petersen (2010). Dette element af reformen gjorde det muligt at optage realkreditlån på op til 80 pct. af boligens værdi til andre formål end boligformål (såkaldt friværdibelåning). Der er ikke tale om en egentlig ændring i loftet for belåningsgraden, men en lempelse af muligheden for at optage lån i boligens værdi. Et andet element af reformen indebar en forlængelse af den maksimale løbetid på lånene fra 20 til 30 år, hvilket kan tolkes som en lempelse af afdragskravene. Leth-Pedersen (2010) finder kun begrænsede aggregerede effekter af reformen med en stigning i husholdningernes samlede gæld på 1 pct. og husholdningernes samlede forbrug på 0,3 pct. De små effekter kan afspejle, at den mikroøkonometriske tilgang kun opfanger de direkte effekter af reformen, men ikke afledte effekter på økonomien, som f.eks. kan opstå gennem effekterne af reformen på boligpriserne.

BOKS III.3 DANSKE MODELSTUDIER AF STRAMNINGER I LÅNEREGLERNE

I det følgende sammenfattes en række modelbaserede studier, der belyser, hvilken effekt strammere låneregler kan have i en dansk kontekst. Studierne undersøger ændringer i loftet for belåningsgraden henholdsvis lån-til-indkomst samt ændringer i afdragskravene. Økonomiske modeller er naturligvis stiliserede versioner af virkeligheden, og modelresultaterne vil derfor ikke nødvendigvis afspejle, hvad de faktiske effekter af en policy-ændring vil være. I fravær af empiriske effektanalyser kan modelberegninger dog være et nyttigt supplement.

Cokayne (2019) anvender en agentbaseret model til at undersøge effekterne på udsvingene i boligpriserne af at reducere loftet for belåningsgraden henholdsvis loftet for lån-til-indkomst (LTI). Modellen indeholder heterogene husholdninger og kan dermed bidrage til at belyse, hvordan effekterne af strammere låneregler kan afhænge af fordelingen af husholdninger. Modellen er kaliberet, sådan at fordelingen af husholdninger i videst muligt omfang afspejler fordelingen blandt de danske husholdninger.

Cokayne (2019) finder, at små stramninger i lofterne for belåningsgraden henholdsvis lån-til-indkomst kan have betydelige afdæmpende effekter på udsvingene i boligpriserne. Studiet finder for lån-til-indkomst dog også en ikke-lineær sammenhæng mellem effekten af stramningen og det loft, der strammes fra. Det afspejler, at der for forskellige niveauer af loftet er forskel i, for hvor mange husholdninger loftet bliver bindende, og som derfor påvirkes af stramningen. For belåningsgraden findes mere lineære effekter af at stramme loftet, da loftet ifølge modellen altid er bindende for en betydelig andel af husholdningerne.

To studier belyser de mulige effekter af at stramme lånereglerne i en DSGE-model kalibreret til dansk økonomi, jf. IMF (2016) og Bentzen mfl. (2020). IMF (2016) undersøger effekterne på husholdningernes gæld og realøkonomien af a) øgede afdragskrav via en reduktion af den gennemsnitlige løbetid på nye lån fra 40 til 35 år, b) en stigning i udbetalingskravet fra 5 til 10 pct. (svarende til en reduktion af loftet for belåningsgraden fra 95 til 90 pct.) og c) en reduktion af rentefradraget på 5 pct.point. Modellens resultater indikerer, at alle tre policy-stramninger kan reducere husholdningernes gæld målt i forhold til indkomsten. Afdragskravet findes dog at være det mest effektive tiltag, mens reduktionen af rentefradraget er det mindst effektive. Ifølge modellen vil ingen af tiltagene have en nævneværdig negativ effekt på realøkonomien målt ved BNP og privat forbrug.

Bentzen mfl. (2020) undersøger effekterne af at introducere et udbetalingskrav på 5 pct. med udgangspunkt i dels en DSGE-model, dels den agentbaserede model fra Cokayne (2019). Resultaterne fra den agentbaserede model indikerer, at indførelsen af et udbetalingskrav reducerer andelen af boligejere, der har en høj belåningsgrad, og som er teknisk insolvente (dvs. har en belåningsgrad over 100 pct.). Resultaterne fra DSGE-modellen indikerer, at indførelsen af et udbetalingskrav kan reducere udsvingene i boligpriserne, misligholdelsen af lån samt sandsynligheden for, at der opstår en finanskrise.

Grænser for gældsfaktoren og gældsserviceringsgraden

Evidens primært baseret på tværlandestudier

Som nævnt tidligere i afsnittet er der færre empiriske studier af effekterne af grænser for gældsfaktoren henholdsvis gældsserviceringsgraden, end det er tilfældet for grænser for belåningsgraden. Evidensen er hovedsageligt baseret på tværlandestudier, som undersøger effektiviteten af en længere række makroprudentielle instrumenter samtidigt, herunder disse to låntagerbaserede tiltag.

Stærkere evidens for effekt på kreditvækst …

Ligesom for grænser for belåningsgraden peger de eksisterende studier på, at grænser for gældsfaktoren og gældsserviceringsgraden kan dæmpe kreditvæksten, jf. Akinci og Olmstead-Rumsey (2018), Carreras mfl. (2018), Cerutti mfl. (2017), IMF (2017), Kuttner og Shim (2016), Claessens mfl. (2013), Ahuja og Nabar (2011) og Lim mfl. (2011). I et tværlandestudie af 57 lande for perioden 1980-2012 estimerer Kuttner og Shim (2016) eksempelvis, at en typisk stramning i grænsen for gældsserviceringsgraden er forbundet med en reduktion i den reale kreditvækst på 4-6 pct.point.

… end på boligprisstigninger

Når effekten måles på boligpriserne, er evidensen, ligesom for tiltag relateret til belåningsgraden, mere blandet. Metastudiet i Araujo mfl. (2020) finder eksempelvis, at ændringer i gældsserviceringsgraden kun i en femtedel af analyserne har en signifikant sammenhæng med huspriserne, mens dette gælder omtrent halvdelen for de analyser, der undersøger sammenhængen med husholdningernes gæld.[21] I den formaliserede metaregression finder studiet i overensstemmelse hermed kun en signifikant sammenhæng med gælden, men ikke med huspriserne.

Enkelte studier belyser den relative effektivitet på kreditvækst …

Enkelte studier belyser den relative effektivitet af grænser for belåningsgraden henholdsvis grænser for gældsfaktoren eller gældsserviceringsgraden. Mens belåningsgraden lægger et loft på, hvor stor en andel lånet må udgøre af boligens værdi, tager grænser for gældsfaktoren og gældsserviceringsgraden også højde for låntagernes indkomstforhold og tilbagebetalingsevne. I perioder med fremgang på boligmarkedet og i boligpriserne kan grænser for gældsfaktoren eller gældsserviceringsgraden derfor virke mere begrænsende end grænser for belåningsgraden. Dette kan være baggrunden for, at et studie

21) Carreras mfl. (2018) finder eksempelvis, at grænser for gældsfaktoren er associeret med lavere boligprisvækst, mens Cerutti mfl. (2017) ikke finder en signifikant sammenhæng. Med hensyn til grænser for gældsserviceringsgraden finder Akinci og Olmstead-Rumsey (2018) ligeledes en negativ sammenhæng med husprisstigninger, mens Kuttner og Shim (2016) omvendt ikke finder en signifikant sammenhæng.

som Kuttner og Shim (2016) finder, at grænser for gældsserviceringsgraden er et mere effektivt instrument til at inddæmme kreditvæksten end grænser for belåningsgraden.

… henholdsvis boligprisvækst

To tidlige studier finder omvendt, at grænser for belåningsgraden er et mere effektivt instrument til at begrænse husprisstigningerne end grænser for gældsfaktoren, jf. Ahuja og Nabar (2011) og Igan og Kang (2011). Ahuja og Nabar (2011) peger dog på endogenitetsudfordringer som en mulig årsag til dette fund. Grænser for gældsfaktoren er et mindre anvendt tiltag end grænser for belåningsgraden, hvilket ifølge forfatterne kan afspejle, at dette tiltag kun tages i brug i ekstreme tilfælde, hvor huspriserne allerede accelererer. Dette skaber en positiv samvariation mellem strammere grænser for belåningsgraden og husprisvæksten, selvom den isolerede effekt af at stramme grænsen for belåningsgraden kan være negativ.

Dansk effektstudie af vækstvejledning fra 2016 …

Siden finanskrisen er der blevet indført flere lånerestriktioner i Danmark baseret på gældsfaktoren og gældsserviceringsgraden, jf. afsnit III.4. Et enkelt dansk studie belyser effekterne af et af disse tiltag i form af Finanstilsynets vækstvejledning fra 2016, jf. Bentzen mfl. (2018). Vækstvejledningen henstiller helt overordnet til, at kreditgivningen i højere grad baseres på låntagerens indkomst og i mindre grad på stillede sikkerheder, der kan falde i værdi. Et konkret punkt i vejledningen opstiller desuden retningslinjer for, hvor stor nettoformuen bør være for låntagere med en gældsfaktor over 400 pct. Der er tale om et "blødt" makroprudentielt tiltag, da vejledningen giver mulighed for at fravige retningslinjerne (f.eks. for unge husholdninger under uddannelse, men med en høj jobsikkerhed).

… finder kun beskedne effekter af tiltaget

Studiet finder, at vækstvejledningen kun i begrænset omfang reducerede udlånene til husholdninger i vækstområderne i de første år efter tiltaget. Låntagere i vækstområderne optog i 2016 i gennemsnit 40.000 kr. mindre i realkreditgæld, ligesom gældsfaktoren i gennemsnit steg 4,8 pct.point mindre i 2016-17. Sidstnævnte er en beskeden effekt set i lyset af, at gældsfaktoren i gennemsnit var 280 pct. i 2016. Der er ikke tegn på, at tiltaget har haft en effekt på boligpriserne. Der kan ifølge forfatterne være flere årsager til de beskedne effekter af tiltaget, herunder langsom implementering, at vejledningen lå i forlængelse af "best practice" i institutterne, samt at vejledningen tillader fravigelse fra retningslinjerne. Sidstnævnte stemmer overens med det generelle fund i litteraturen om, at "bløde" tiltag ikke har nogen nævneværdig effekt, jf. tidligere i afsnittet.

Grænser for adgangen til afdragsfrie lån

Flere danske studier om indførelsen af afdragsfrie lån i 2003

Der findes op til flere danske studier, der belyser effekterne af indførelsen af afdragsfrie lån i 2003, hvilket var en lempelse af låneregulering. Effekterne af at lempe adgangen til afdragsfrie lån i en dansk kontekst er derfor relativt velbelyste. Overordnet peger studierne på, at indførelsen af afdragsfrie lån havde en betydelig positiv påvirkning på gældssætningen i de danske husholdninger og på boligpriserne. Studierne kan dermed omvendt indikere, at en stramning i adgangen til afdragsfrie lån vil have en afdæmpende effekt på gæld og boligpriser. Et forbehold for at drage denne konklusion er dog, at det ikke er muligt direkte at sammenligne effekter relateret til den ekstensive margin (indførelsen af afdragsfrie lån) med effekter relateret til den intensive margin (marginale ændringer i adgangen i afdragsfrie lån) som også diskuteret tidligere i afsnittet.

Indførelsen af afdragsfrihed øgede belåningen

Et mikroøkonometrisk studie belyser effekten af indførelsen af afdragsfrie lån på forbrug og låntagning blandt eksisterende boligejere over årene 2004-10, jf. Bäckman og Khorunzhina (2020). Eksisterende boligejere havde mulighed for at konvertere til et afdragsfrit lån efter reformen. Forfatterne har ikke mulighed for at måle den direkte effekt af at vælge et afdragsfrit lån, men undersøger i stedet effekten af en øget tilbøjelighed til at vælge afdragsfrihed.[22] Denne tilbøjelighed afgøres af, i hvor høj grad husholdningen forud for reformen var begrænset i at optage et større lån på grund af finansieringsydelsen, der i så fald ville komme til at udgøre en for stor andel af indkomsten. Et afdragsfrit lån muliggør et større lån til den samme ydelse og kan derfor være favorabelt blandt sådanne begrænsede husholdninger. Studiet estimerer, at reformen øgede forbrugsvæksten med 5 pct. blandt de husholdninger, der var mere eksponerede overfor reformen. Denne forbrugseffekt var primært drevet af øget belåning på refinansieringstidspunktet, som medførte en engangsstigning i forbruget. Der var mindre tendens til, at boligejere, der konverterede til et afdragsfrit lån, løftede forbruget mere permanent, f.eks. som følge af et uændret låneniveau, som ville medføre et fald i finansieringsydelsen.

Trods højere belåning ikke flere misligholdte lån

På trods af, at husholdninger, der optog afdragsfrie lån forud for finanskrisen, var mere belånte, finder Larsen mfl. (2020) ikke evidens for, at disse husholdninger også i større omfang misligholdt deres lån under

22) Forfatterne har ikke mulighed for at måle den direkte effekt af at optage et afdragsfrit lån af to årsager. For det første er det ikke fuldt observerbart i data, hvilke husholdninger der har et afdragsfrit lån. For det andet kan der være selektion i, hvilke husholdninger der vælger et afdragsfrit lån. En *intention-to-treat*-tilgang kan i dette tilfælde være en bedre strategi til at identificere kausale effekter.

finanskrisen sammenlignet med husholdninger, der betalte afdrag. Forfatterne peger på flere mulige forklaringer på dette. For det første indebærer afdragsfrie lån typisk afdragsfrihed i 10 år, hvilket betyder, at de husholdninger, der optog afdragsfrie lån fra 2003 og frem, endnu ikke skulle betale afdrag under finanskrisen. For det andet udstedte realkreditinstitutterne muligvis kun afdragsfrie lån til husholdninger, der også havde råd til at betale afdrag. For det tredje kan kreditinstitutterne ofte tilbyde en refinansiering af lånet, hvis husholdningen har vanskeligt ved at betale afdrag på det tidspunkt, hvor afdragsperioden begynder.

Indførelse af afdragsfrie lån kan forklare stor del af boligprisvækst i 2000'erne

Enkelte studier belyser effekterne af reformen på udviklingen i de danske boligpriser i årene før finanskrisen. Et mikroøkonometrisk studie finder eksempelvis, at introduktionen af afdragsfrie lån kan forklare næsten 60 pct. af den samlede boligprisvækst i perioden 2003-06, jf. Bäckman og Lutz (2021). På kommuneniveau viser studiet, at reformen øgede den årlige boligprisvækst med 2,3 pct. pr. kvartal i kommuner, hvor husholdningerne var mere tilbøjelige til at gøre brug af de afdragsfrie lån som følge af høje kvadratmeterpriser. Dam mfl. (2011) opstiller en makroøkonometrisk relation for boligefterspørgslen, der inkluderer førsteårsydelsen på boliglån, dvs. summen af afdrag, renter og boligskatter det første år af lånet. Udbredelsen af afdragsfrie og rentetilpasningslån kan i den estimerede relation forklare op til godt 60 pct. af den samlede boligprisvækst i Danmark i perioden 1999-2007 med omtrent lige stor forklaringskraft for hver af de to lånetyper. Den estimerede forklaringskraft på boligprisudviklingen er større i Bäckman og Lutz (2021), men det kan blandt andet afspejle, at Dam mfl. (2011) undersøger en længere tidsperiode, ligesom sidstnævnte ikke påstår at identificere kausale effekter.

Modelberegning viser, at højere afdragskrav mindsker gælden

Siden finanskrisen er adgangen til afdragsfrie lån blevet begrænset for de mest udsatte låntagere, jf. også afsnit III.4. Eksempelvis har det siden 2018 som udgangspunkt kun været muligt for højt belånte låntagere at vælge afdragsfrihed, såfremt lånet samtidig har fast rente. Der findes endnu ikke empirisk evidens for effekterne af disse tiltag. IMF (2016) belyser til gengæld i en DSGE-model kalibreret til danske forhold de mulige effekter af en generel forhøjelse af afdragskravet, jf. også boks III.3. Ifølge modellen kan tiltaget have en mærkbar negativ effekt på husholdningernes boliggæld, ligesom modellen indikerer, at tiltaget kan være mere effektivt end en forøgelse af udbetalingskravet fra 5 til 10 pct.

Afdragskrav i Sverige i 2010'erne reducerede gæld og boligpriser

Internationalt er der kun begrænset empirisk litteratur om effekterne af afdragsfrie lån. En række studier undersøger dog effekterne af to stramninger i adgangen til afdragsfrie lån, som blev indført i Sverige i 2010'erne, jf. Bäckman og van Santen (2020) og Finansinspektionen

(2017, 2019). Det første tiltag blev indført i 2016 og indebar et krav om afdrag for nye lån med en høj belåningsgrad. Tiltaget indebar, at der for belåningsgrader over 50 pct. skulle afdrages minimum 1 pct. om året af hele lånet, mens afdragskravet steg til 2 pct., hvis belåningsgraden oversteg 70 pct. I 2018 blev afdragskravet skærpet, sådan at der skal afdrages med yderligere 1 pct., såfremt lånet overstiger 450 pct. af låntagerens indkomst. Ligesom for Danmark peger den svenske evidens på, at afdrag har en betydning for låntagernes gældssætning samt den pris, de er villige til at betale for en bolig, jf. boks III.4. De svenske erfaringer understreger dog også, at den aggregerede effekt på gæld og boligpriser af en ændring i lånerestriktionerne afhænger af, hvor stor en andel af låntagerne der begrænses af stramningen.

Sammenfatning

Samlet set tegn på, at låntagerrettede tiltag har tilsigtede effekter på delmål, …

Samlet set peger den empiriske litteratur på, at makroprudentielle instrumenter målrettet boligejerne kan have de tilsigtede afdæmpende effekter på gældsætning og på boligpriser. Ifølge metastudiet af Araujo mfl. (2020) er der dog stærkere evidens for effekter på gældssætningen end på boligpriserne. En række nyere bidrag i litteraturen med mere troværdige identifikationsstrategier finder dog både signifikante effekter på gæld og boligpriser. Dette gælder eksempelvis tværlandestudiet af Richter mfl. (2019) samt en række effektstudier af svenske stramninger, jf. Bäckman og van Santen (2020) og Finansinspektionen (2017, 2018 og 2019). De to nylige effektstudier af indførelsen af et loft for belåningsgraden i Brasilien henholdsvis Holland finder desuden tegn på, at et sådant låneloft kan mindske forekomsten af misligholdte lån, jf. de Araujo mfl. (2020) og van Bekkum mfl. (2019). For afdragsfrie lån finder et dansk studie omvendt ikke tegn på, at valg af afdragsfrihed var forbundet med en større sandsynlighed for misligholdelse af lånet under finanskrisen, jf. Larsen mfl. (2020).

… men også tegn på, at effektiviteten kan variere

Mens der helt overordnet er enighed i litteraturen om retningen på effekterne, er der mindre konsensus om den præcise størrelsesorden. Dette kan afspejle, at mange forhold påvirker effektiviteten af et makroprudentielt tiltag. Nyere studier med en mere troværdig identifikationsstrategi finder eksempelvis, at effektiviteten af at stramme loftet for belåningsgraden både falder, des større stramningen er, og des strammere loftet i udgangspunktet var, jf. Alam mfl. (2019), ligesom der er tegn på, at "hårde" tiltag uden mulighed for fravigelse er mere effektive end "bløde" tiltag, jf. f.eks. Mokas og Giuliodori (2021). Sidstnævnte kan være en medvirkende forklaring på, at det danske effektstudie af vækstvejledningen fra 2016, som kan betegnes som et blødt tiltag, kun finder begrænsede effekter, jf. Bentzen mfl. (2018).

BOKS III.4 EFFEKTER AF INDFØRELSE AF AFDRAGSKRAV I SVERIGE I 2016-18

En række svenske studier belyser effekterne på låntagningen og den pris, husholdningerne er villige til at betale ved boligkøb, af de to stramninger af afdragskravene, der fandt sted i Sverige i 2016 henholdsvis 2018.

Bäckman og van Santen (2020) undersøger effekten af den første reform fra 2016 for de låntagere, der befandt sig lige omkring de to grænseværdier på 50 henholdsvis 70 pct. for belåningsgraden. Studiet viser, at flere husholdninger som følge af reformen samlede sig på de to grænseværdier for at undgå afdragskravet. Dette virkede til at reducere belåningsgraden. Konkret estimerer studiet, at belåningsgraden falder med 2-3 pct.point for hver pct.point, afdraget stiger.

Reformen kan tænkes at have haft en yderligere effekt gennem de låntagere, der efter reformen fortsat befandt sig over de to grænseværdier for belåningsgraden, og som derfor blev underlagt afdragskravet. For disse husholdninger forøgede afdragskravet finansieringsydelsen ved en uændret størrelse på lånet. Husholdninger, der ønskede at fastholde finansieringsydelsen fra før reformen måtte derfor reducere lånet. Finansinspektionen (2017) estimerer, at reformen samlet set reducerede boliggælden i forhold til indkomsten (LTI) med 9 pct. for nye låntagere.

Svensson (2016) viser i en simpel mikroøkonomisk model for husholdningers valg af boliglån, at krav om afdrag på boliglån imod intentionen også kan føre til øget belåning. Dette kan ske, hvis ubegrænsede låntagere som reaktion på afdragskravet vælger at optage et større lån initialt, placerer den overskydende del af lånet på en opsparingskonto og betaler afdragene løbende fra denne konto. Låntagere, der er underlagt begrænsninger (grænser for LTV, DTI osv.), har ikke denne mulighed. Disse låntagere kan til gengæld omgå afdragsbetalingerne ved løbende at refinansiere lånet, omend dette i praksis kan være en omkostningsfuld løsning grundet gebyrer forbundet med refinansiering. Den empiriske evidens fra de to svenske stramninger af afdragskravet viser dog, at disse tiltag i hvert fald i gennemsnit havde en negativ effekt på gældssætningen.

Finansinspektionen (2017, 2019) finder, at de to svenske tiltag også havde en negativ effekt på boligpriserne. Der findes dog en større effekt på både boligpriserne og låntagningen af det første tiltag fra 2016; for boligpriserne mindskede dette tiltag købspriserne blandt nye låntagere med 3 pct., mens tiltaget fra 2018 kun mindskede købspriserne med 1 pct. Den beskedne effekt af det seneste tiltag skal ses i lyset af, at kun en begrænset andel af låntagerne (11 pct.) blev påvirket af det strammere afdragskrav. Måles effekten kun blandt disse låntagere, var der en betydelig negativ effekt på købspriserne på 7 pct.

EFFEKTER PÅ FINANSIEL OG MAKROØKONOMISK STABILITET

Modsatrettede effekter på stabilitet af lavere gæld og boligpriser

Det er ikke givet på forhånd, at lavere gæld og boligpriser også slår ud i større finansiel og makroøkonomisk stabilitet. På den ene side peger litteraturen, som beskrevet tidligere i afsnittet, på, at lavere (vækst i) gæld og boligpriser er forbundet med både en mindre risiko for, at kriser opstår, og mindre omfang af kriserne, givet at de opstår. På den anden side kan eksempelvis krav om afdrag og større udbetalingskrav, som øger opsparingen i boligen, fortrænge anden, mere likvid opsparing. En mindre likvid opsparing reducerer husholdningernes mulighed for at trække på opsparingen i perioder med lavere indkomst.[23] Dette kan gøre det vanskeligere at servicere gælden i perioder med lavere indkomst, hvorved risikoen for misligholdelse kan stige, og reducerer muligheden for forbrugsudjævning henover konjunkturcyklussen, jf. f.eks. Svensson (2020). Med andre ord er det ikke entydigt, at makroprudentielle tiltag, der sigter mod at inddæmme gæld og boligpriser, også slår ud i større finansiel og makroøkonomisk stabilitet.

Indhold i delafsnittet

På grund af denne tvetydige effekt er det ønskværdigt, at effekterne af makroprudentielle tiltag målrettet låntagerne undersøges på det egentlige endemål for den makroprudentielle politik, altså finansiel og makroøkonomisk stabilitet, fremfor på delmålene. Der findes dog indtil videre kun et begrænset antal studier med dette fokus. Disse studier er fokus for nærværende delafsnit. Først gennemgås en nyere gren af litteraturen, der undersøger effekten på halerne af den realøkonomiske udvikling, mens der efterfølgende fokuseres på to yderligere studier, der forsøger at belyse effekterne på den finansielle og makroøkonomiske stabilitet.

Effekt på halerisici

Gren af litteraturen belyser effekt på halerisici med kvantilregressioner

I sidste ende er hensigten med finansiel stabilitet at reducere risikoen for, at forstyrrelser i det finansielle system får realøkonomiske konsekvenser, jf. f.eks. ECB (2022). Med andre ord er formålet at reducere halerisici knyttet til den realøkonomiske udvikling. En nyere gren i litteraturen forsøger at estimere effekten af makroprudentielle tiltag på disse halerisici ved hjælp af kvantilregressioner, jf. boks III.5. Med denne metode kan effekten af makroprudentielle tiltag undersøges for

23) Det hollandske studie af van Bekkum mfl. (2019) finder f.eks., at husholdningernes likvide opsparing faldt efter indførelsen af et loft for belåningsgraden. Som beskrevet tidligere i afsnittet førte dette dog ikke til flere misligholdte lån. Et andet hollandsk studie finder omvendt, at et afdragskrav i Holland ikke reducerede opsparingen i andre, mere likvide midler, men blot førte til en stigning i den samlede opsparing, jf. Bernstein og Koudijs (2020).

hele fordelingen af BNP-væksten, mens standard regressioner kun måler effekten på den gennemsnitlige BNP-vækst. Halerisikoen afspejler, hvor dyb en recession kan blive i tilfælde af, at væksten falder indenfor den nedre hale af BNP-vækst-fordelingen. Hvis et makroprudentielt instrument øger BNP-væksten i den nedre hale af fordelingen, virker instrumentet efter hensigten.

Låntagerbaserede tiltag kan reducere nedadrettede halerisici, …

De relativt få studier, der endnu anvender denne tilgang, finder helt overordnet, at makroprudentielle tiltag kan reducere nedadrettede halerisici knyttet til BNP-væksten. Dette vises specifikt for grænser for belåningsgraden, jf. Franta og Gambacorta (2020), og for grænser for gældsfaktoren, jf. Sánchez og Röhn (2016). Andre studier viser det for et samlet indeks for låntagerbaserede tiltag, jf. Gálan (2020) og Duprey Ueberfeldt (2020), eller et overordnet indeks for makroprudentielle tiltag, jf. Gálan og Rodriguez-Moreno (2020). Nogle af studierne forsøger at identificere kausale effekter, jf. Franta og Gambacorta (2020) og Duprey Ueberfeldt (2020), mens andre kun beskriver samvariationer, jf. f.eks. Sánchez og Röhn (2016).

… men effektiviteten kan variere

Der er dog også undtagelser fra ovenstående fund. Cournéde mfl. (2019) og Sánchez og Röhn (2016) finder eksempelvis, at strammere grænser for belåningsgraden i højere grad hænger sammen med en lavere vækst i den øvre hale af BNP-vækst-fordelingen end en højere vækst i den nedre hale af fordelingen.[24] Gálan (2020) finder derudover en større effektivitet på halerisikoen af at stramme låntagerbaserede tiltag under opsving end af at løsne dem i krisetider. Som diskuteret i det foregående delafsnit kan disse fund afspejle, at instrumenter rettet mod låntagerne typisk anvendes som forebyggende tiltag til at dæmpe opsvingsfasen af den finansielle cyklus. Ifølge Gálan (2020) kan den begrænsede effekt af at lempe lånerestriktionerne i krisetider desuden afspejle, at udlånsinstitutterne i sådanne perioder er tilbøjelige til, imod intentionen, at stramme deres kreditvilkår.

24) Cournéde mfl. (2019) estimerer ved hjælp at en kvantitativ variabel for belåningsgraden, at en stramning af loftet for belåningsgraden på 1 pct.point er forbundet med en reduktion i den 95. percentil for den kvartalsvise (k/k) BNP-vækst med 0,023 pct.point, mens den 5. percentil forøges med 0,005 pct.point. Sánchez og Röhn (2016) anvender en dummy-variabel for, om der anvendes et loft for belåningsgraden og finder, at anvendelsen af et loft er forbundet med en 0,48 pct.point lavere BNP-vækst i den 95. percentil og en 0,05 pct.point højere vækst i den 5. percentil.

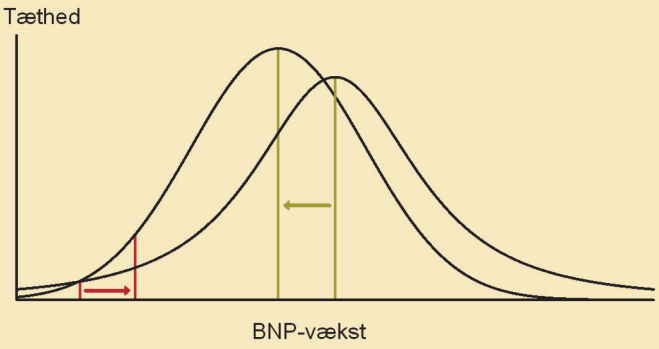
BOKS III.5 ILLUSTRATION AF HALERISICI OG KVANTILREGRESSIONER

Kvantilregressioner er en metode, der kan bruges til både at estimere gevinster og omkostninger for BNP-væksten af at stramme den makroprudentielle regulering.

Gevinsten ved at stramme reguleringen består i en lavere risiko for, at en finansiel krise opstår. Finansielle kriser benævnes også halerisici. Halerisikoen afspejler den nedre hale af BNP-vækst-fordelingen og angiver, hvor lav BNP-væksten kan blive, såfremt den falder indenfor den nederste del af BNP-vækst-fordelingen. Formålet med en makroprudentiel stramning er dermed at reducere halen af fordelingen, jf. den røde pil i figur A. I empiriske analyser anvendes den 5. percentil ofte som mål for den nedre hale. Den 5. percentil angiver den BNP-vækst, hvor 5 pct. af observationerne har denne eller en lavere BNP-vækst.

Den potentielle omkostning ved at stramme den makroprudentielle regulering består omvendt i, at væksten kan blive lavere i "normale" tider. Omkostningen estimeres derfor som den eventuelle reduktion i medianvæksten i BNP, jf. den grønne pil i figur A.

FIGUR A ILLUSTRATION AF FORDELINGEN AF BNP-VÆKSTEN



Anm.: De røde streger angiver den 5. percentil (den nedre hale), mens de grønne streger angiver den 50. percentil (medianen). Pilene angiver den forventede effekt på halen hhv. medianen af en makroprudentiel stramning.

Effekt på kriserisiko og konjunkturudsving

Strammere belåningsgrad kan reducere risiko for finansiel krise

Nakatani (2020) er angiveligt det eneste empiriske studie, som undersøger sammenhængen mellem makroprudentielle tiltag og sandsynligheden for, at der opstår en finansiel krise. Studiet viser med udgangspunkt i paneldata for 65 lande, at en marginal stramning af den maksimale belåningsgrad er forbundet med en lavere sandsynlighed for en bankkrise.[25] Analysen viser ydermere, at denne negative sammenhæng går igennem en lavere gældssætning, målt ved gæld-til-BNP-ratioen. Studiet indikerer dermed, at makroprudentielle tiltag kan øge den finansielle stabilitet igennem en lavere gearing i økonomien. Studiet finder dog også tegn på en lavere sammenhæng i lande med fastkursregimer såsom Danmark.

Indførelse af afdragsfrie lån øgede konjunkturudsving omkring finanskrisen

Et enkelt dansk effektstudie belyser, hvordan indførelsen af afdragsfrie lån i Danmark i 2003 førte til en forstærkelse af konjunkturudsvingene som følge af et positivt kreditstød, jf. De Stefani og Moertel (2019). I første omgang oplevede kommuner, der var blevet udsat for et større positivt stød til forbruget som følge af reformen, også en større jobvækst. De personer, der blev ansat som følge af opsvinget, oplevede til gengæld typisk en kortere ansættelsesperiode og efterfølgende længere ledighed sammenholdt med sammenlignelige personer, der var blevet ansat i en anden fase af konjunkturcyklussen. Det kreditdrevne opsving forud for finanskrisen var altså med til at forværre den efterfølgende nedtur og resulterede dermed i større makroøkonomisk ustabilitet omkring finanskrisen.

Sammenfatning

Litteratur fortsat meget foreløbig, men tegn på, at tiltag kan øge stabiliteten

Samlet set er der endnu tale om en forholdsvist begrænset og meget foreløbig litteratur, der forsøger at belyse effekterne af låntagerbaserede tiltag på den finansielle og makroøkonomiske stabilitet. Den internationale litteratur peger overordnet i retning af, at låntagerbaserede tiltag kan have de tilsigtede effekter på stabiliteten, men flere af studierne belyser kun samvariationer, ligesom flere studier bygger på aggregerede indeks og de mere simple (og dermed mere upræcise) mål for policy-ændringer. Det betyder, at den empiriske evidens fortsat er forholdsvist svag. Det enkelte danske effektstudie indikerer dog, at en lempelse i adgangen til

25) Studiet trækker på en international database over systemiske bankkriser i perioden 1970-2017, hvor en bankkrise defineres ved, at følgende to kriterier er opfyldt: a) betydelige tegn på udfordringer i banksystemet (f.eks. indikeret ved stormløb på banker eller tab i banksektoren) og b) betydelige politiske interventioner, jf. Laeven og Valencia (2020). Databasen indeholder to andre former for finansielle kriser i form af statsgælds- og valutakriser. Til at måle belåningsgraden anvender Nakatani (2020) databasen fra Alam mfl. (2019), som indeholder kvantitative mål for landenes LTV-grænser.

kredit kan føre til et kreditdrevet opsving, der reducerer den makroøkonomiske stabilitet, jf. De Stefani og Moertel (2019).

OMKOSTNINGER AF MAKROPRUDENTIEL POLITIK FOR REALØKONOMIEN

Vigtigt også at belyse potentielle utilsigtede effekter

Mens de ovenstående to delafsnit fokuserer på de tilsigtede effekter af strammere låneregulering, retter dette delafsnit fokus mod den empiriske litteratur, der belyser de mulige utilsigtede effekter af strammere regulering. Delafsnittet fokuserer på de mulige omkostninger for den aggregerede aktivitet i økonomien, mens det efterfølgende delafsnit diskuterer effekter på individniveau.

Begrænset evidens om realøkonomiske omkostninger

Der er i den empiriske litteratur først i de senere år fremkommet studier, der også belyser de mulige realøkonomiske omkostninger af (yderligere) makroprudentiel regulering. Denne gren af litteraturen er derfor endnu ikke lige så omfattende som den del, der omhandler gevinstsiden af reguleringen. En del af litteraturen om de realøkonomiske omkostninger udgøres af de studier, der anvender kvantilregressioner til at belyse effekterne af makroprudentielle tiltag for hele fordelingen af BNP-væksten, jf. også delafsnittet ovenfor. Mens de reducerede halerisici som beskrevet ovenfor afspejler gevinsten ved makroprudentiel regulering, betragtes det som en omkostning, hvis strammere regulering medfører en lavere medianvækst i BNP, altså mindre økonomisk fremgang i "normale" tider.

Indhold i delafsnittet

I det følgende gennemgås først de studier, der undersøger de mulige realøkonomiske omkostninger af at stramme loftet for belåningsgraden. Efterfølgende gennemgås de relativt få studier, der belyser effekterne for gældsfaktoren henholdsvis aggregerede indeks. Så vidt vides findes der ikke nogen empiriske studier af ændringer i kravene til afdrag eller gældserviceringsgraden. Helt overordnet er det en fordel, hvis studierne betragter længere tidshorisonter, da det i så fald er mere sandsynligt, at der opfanges strukturelle effekter på den økonomiske aktivitet fremfor kortsigtede (og potentielt midlertidige) effekter. Flere studier betragter imidlertid kun relativt korte tidshorisonter på op til et år, jf. Alam mfl. (2019), Cournéde mfl. (2019) og Sánchez og Röhn (2016), hvorfor disse studier i mindre grad kan forventes at belyse strukturelle effekter.

Grænser for belåningsgraden

Nogle studier finder, at strammere loft er forbundet med lavere BNP, …

Ligesom for den øvrige del af litteraturen er den foreløbige evidens om de realøkonomiske omkostninger af låntagerbaserede tiltag primært baseret på studier af grænser for belåningsgraden. Flere studier finder, at et strammere loft for belåningsgraden er associeret enten med et lavere niveau af BNP, jf. de Jong og de Veirman (2019), eller en lavere medianvækst i BNP, jf. Cournéde mfl. (2019) og Sánchez og Röhn (2016).[26] Disse studier finder med andre ord tegn på et trade-off mellem stabilitet og økonomisk aktivitet, hvis lånereglerne strammes.

… mens andre ikke finder signifikant negativ effekt

Andre studier finder omvendt kun små og insignifikante effekter af at stramme loftet for belåningsgraden, jf. Richter mfl. (2019) og Franta og Gambacorta (2020). Disse studier forsøger i højere grad end studierne ovenfor at identificere kausale effekter. Tværlandestudiet i Richter mfl. (2019) finder eksempelvis kun signifikant negative effekter på BNP af en marginal stramning i loftet over belåningsgraden for udviklingsøkonomier, men ikke for avancerede økonomier.

Flere årsager til, at strammere loft for belåningsgraden kan reducere forbrug på kort sigt

Et enkelt studie belyser de mulige kortsigtede effekter på det private forbrug af at stramme loftet for belåningsgraden, jf. Alam mfl. (2019). Studiet undersøger herunder, om de negative effekter afhænger af størrelsen af stramningen samt af, hvor stramt loftet var i udgangspunktet (såkaldte ikke-lineære effekter). Alam mfl. (2019) peger på tre årsager til, at det private forbrug, og den økonomiske vækst mere generelt, kan blive påvirket negativt af makroprudentiel regulering, i hvert fald på kort sigt. Dels kan en lavere kreditvækst bidrage til at reducere investeringer og forbrug (i det omfang, at forbruget er lånefinansieret). Dels kan væksten i aktivpriserne, herunder boligpriserne, aftage, hvilket kan lægge en dæmper på forbrug og investeringer gennem formueeffekter. Slutteligt kan strammere låneregler tvinge husholdningerne til at øge opsparingen, hvilket igen kan virke dæmpende på forbruget.

Negativ effekt på forbrug stiger, des strammere loftet er

Alam mfl. (2019) finder kun begrænsede negative effekter på den private forbrugsvækst for både større og mindre stramninger af loftet for belåningsgraden. Især når disse effekter sættes i forhold til de estimerede effekter på kreditvæksten, vurderer forfatterne, at sideeffekterne

26) De Jong og de Veirman (2019) tager udgangspunkt i en hollandsk reform, som indførte et loft for belåningsgraden på 106 pct. i 2011, der efterfølgende blev strammet gradvist med 1 pct.point om året, sådan at loftet i 2018 udgjorde 100 pct. Studiet estimerer, at tiltaget reducerede det hollandske BNP med omtrent 1 pct. 10 år efter den første stramning i 2011. Tværlandestudiet i Cournéde mfl. (2019) estimerer, at medianvæksten (målt k/k) falder 0,018 pct.point tre kvartaler efter tiltaget, når loftet for belåningsgraden strammes med 1 pct.point. Sánchez og Röhn (2016) estimerer, at anvendelsen af et loft for belåningsgraden er associeret med en 0,14 pct.point lavere medianvækst (k/k) et år efter policy-ændringen.

på forbruget er relativt begrænsede.[27] Til gengæld findes der tegn på, at den negative effekt på forbruget af at stramme loftet stiger, des strammere loftet var i udgangspunktet. For et initialt højt loft for belåningsgraden reduceres forbrugsvæksten med 0,06 pct.point, når loftet strammes med 1 pct.point, mens den negative effekt stiger til 0,08 pct.point for et initialt stramt loft. Som tidligere nævnt finder studiet samtidig, at den negative effekt på kreditvæksten falder, des strammere loftet i udgangspunktet er. Samlet set kan dette indikere, at der for en stram regulering kan være et trade-off forbundet med at stramme reguleringen yderligere.

Modelstudie viser begrænsede konsekvenser i dansk kontekst

Modelstudiet af IMF (2016), som undersøger effekterne af at stramme det danske udbetalingskrav og øge afdragskravet, undersøger også, hvordan realøkonomien påvirkes af de strammere låneregler, jf. også boks III.3 tidligere i afsnittet. Ifølge modellen vil ingen af tiltagene have en nævneværdig effekt på realøkonomien, da det strammere udbetalingskrav medfører en reduktion i BNP på 0,2 pct. i steady state, mens forøgede afdrag reducerer BNP med 0,4 pct. Den, omend begrænsede, negative effekt af tiltagene på realøkonomien går i modellen igennem lavere udlån fra banksektoren generelt, herunder også til virksomheder, grundet lavere profit. Mindre udlån til erhvervslivet fører til lavere investeringer og derigennem lavere produktivitet og produktion.

Grænser for gældsfaktoren og aggregerede indeks for makroprudentiel politik

Blandet evidens for negativ BNP-effekt for øvrige instrumenter

Så vidt vides belyser kun et enkelt studie de mulige sideeffekter på realøkonomien af grænser for gældsfaktoren, jf. Sánchez og Röhn (2016). Dette studie finder, baseret på et panel af primært OECD-lande, dog ingen signifikant sammenhæng mellem at anvende et loft for gældsfaktoren og en lavere medianvækst i BNP. Studiet belyser desuden kun samvariationer og ikke kausale sammenhænge. Modsat grænser for gældsfaktoren finder flere studier negative sammenhænge med BNP og på medianvæksten i BNP, når der anvendes et indeks for låntagerbaserede tiltag eller makroprudentielle tiltag mere generelt, jf. Budnik og Rünstler (2020), Gálan (2020), Gálan og Rodriguez-Moreno (2020) og Kim og Mehrotra (2019). Disse studier betragter typisk tidshorisonter på op til 4-6 år.

27) Både for større og mindre stramninger i loftet (stramninger mellem 10-25 pct.point hhv. under 10 pct.point) findes en stramning af loftet på 1 pct.point at reducere forbrugsvæksten med omtrent 0,1 pct.point et år efter policy-ændringen. Dette kan sammenholdes med effekterne på kreditvæksten på 0,36 hhv. 0,65 pct.point, jf. tidligere i afsnittet.

Negativ BNP-effekt går ifølge studie igennem investeringerne

Tværlandestudiet i Kim og Mehrotra (2019) belyser, baseret på et samlet indeks for makroprudentielle tiltag, igennem hvilke kanaler BNP reduceres, og finder, at den negative effekt går igennem lavere investeringer. Den negative effekt på investeringerne er primært drevet af lavere boliginvesteringer, hvilket kan afspejle, at en betydelig del af de makroprudentielle tiltag netop er målrettet boligmarkedet og boligfinansiering. En mindre del af effekten går igennem lavere erhvervsinvesteringer, hvilket ifølge forfatterne kan afspejle, at boliger især af mindre virksomheder anvendes som sikkerhedsstillelse for lån, der kan anvendes til investeringer. De nævnte effekter kan dog tænkes at være anderledes, hvis analysen udelukkende behandlede låntagerbaserede tiltag. I så fald vil tiltagene tænkeligt føre til en relativ stigning i prisen på boligkredit, som kan tænkes at medføre enten en forskydning over mod andre investeringer, for husholdningernes vedkommende mere privat forbrug, eller eventuelt blot en omfordeling af forbruget mellem eksisterende og nye ejere.

Sammenfatning

Ingen klar evidens for realøkonomiske omkostninger

Der er fortsat tale om en meget foreløbig litteratur om de mulige realøkonomiske konsekvenser af makroprudentielle tiltag, og den eksisterende evidens er primært baseret på grænser for belåningsgraden. De mest troværdige studier peger ikke desto mindre i retning af begrænsede negative effekter på BNP og det private forbrug af at stramme grænsen for belåningsgraden, jf. Franta og Gambacorta (2020), Alam mfl. (2019) og Richter mfl. (2019). Der er dog også indikationer på, at de realøkonomiske omkostninger stiger, des strammere reguleringen er i udgangspunktet, jf. Alam mfl. (2019). Helt overordnet indikerer resultaterne i litteraturen, at de væsentligste omkostninger ved at stramme adgangen til kreditgivning potentielt kan opstå på individniveau fremfor på aggregeret niveau, jf. næste delafsnit.

EFFEKTER PÅ INDIVIDNIVEAU

Mindre fleksible beslutninger kan forringe velfærd på flere måder

Begrænsninger i husholdningernes adgang til at låne, eksempelvis i form af forbud mod at give afdragsfri lån til nogle personer, har potentielt negative effekter for de pågældende husholdningers velfærd. Det skyldes, at de giver mindre fleksibilitet i husholdningernes beslutningstagen, hvorved de får dårligere mulighed for at fordele deres udgifter optimalt over livet. Eksempelvis kan større udbetalingskrav eller begrænset adgang til afdragsfrie lån gøre det sværere for førstegangskøbere at få adgang til boligmarkedet. Begrænsningerne kan også gøre husholdningens samlede opsparing inoptimalt høj og eksempelvis resultere i et inoptimalt lavt forbrugsniveau for ældre husholdninger

og et inoptimalt lille samlet forbrug over livet. Forskellige studier af indførelsen af afdragsfri lån i Danmark peger på, at de har medført en forøget forbrugsudjævning hos nogle grupper af låntagere, jf. Leth-Petersen (2010) og Bäckman og Khorunzhina (2020). En tredje effekt af begrænsninger i afdragsfriheden for kreditforeningslån er, at det kan forhindre låntagernes muligheder for at betale dyrere bankgæld af først, jf. Larsen mfl. (2020). Cocco (2013) finder tilsvarende velfærdsforbedrende egenskaber ved afdragsfrie lån ud fra britiske data.

Paternalistiske tiltag kan omvendt stille forbrugerne bedre

Er de låneønskende individer til en vis grad irrationelle – f.eks. kortsigtede eller overoptimistiske i opgangsperioder – sådan at de ønsker at træffe beslutninger, der ikke er i deres egen interesse, kan det omvendt være velfærdsforbedrende også set fra deres eget synspunkt at forhindre dem i at foretage overilede handlinger via en vis form for regulering. Dette paternalistiske synspunkt er rationalet bag nogle former for forbrugerbeskyttelse.

Afledte effekter kan ændre billedet

Samtidig skal man tage højde for de afledte effekter. En konsekvens af strammere regulering kan således være lavere boligpriser, hvilket omvendt alt andet lige vil gøre det lettere for førstegangskøbere at etablere sig på boligmarkedet. Et studie peger således på, at lovliggørelsen af afdragsfri lån i Danmark ikke førte til nogen nævneværdig forøgelse af ejerboligandelen hos de likviditetsbegrænsede grupper, som var målet med indførelsen, fordi lånene blev populære bredt i befolkningen og derfor blot satte sig i højere priser, jf. Bäckman og Lutz (2020). Omvendt finder van Bekkum mfl. (2019), at indførelsen af et udbetalingskrav i Holland reducerede andelen af husholdninger, der overgik fra leje til eje. Med andre ord blev det sværere for førstegangskøbere at komme ind på boligmarkedet.

Selvstændige fordelingshensyn

Der er også fordelingshensyn involveret i spørgsmålet om det optimale reguleringsniveau. Et eksempel er, at en stramning af reguleringen, der medfører lavere boligpriser, vil medføre en omfordeling af goderne fra de eksisterende boligejere, der lider et kapitaltab, til de kommende boligejere, jf. Nationalbanken (2020). Ligeledes har såvel finansielle kriser som andre større konjunkturudsving i økonomien forskelligartede velfærdstab for forskellige grupper i befolkningen, og disse fordelingseffekter kan have selvstændig betydning udover effekten på det aggregerede indkomst- og forbrugsniveau.

SAMLEDE COST-BENEFIT-ANALYSER

Nogle få samlede cost-benefit-analyser

Der findes et mindre antal analyser, der har forsøgt at foretage en samlet cost-benefit-analyse af værdien af forskellige reguleringstiltag på det finansielle område. De har altså udviklet et bud på en metrik for, hvordan gevinster og omkostninger ved et givet tiltag meningsfuldt kan sammenlignes. Fælles for de nedenfor nævnte studier er, at de samlet set i hver deres setup finder nettogevinster ved forskellige stramninger af makroprudentielle instrumenter.

Positive nettogevinster i en simpel empirisk analyse

Arregui mfl. (2013) præsenterer således et simpelt analytisk rammeværk, der udleder et simpelt udtryk for nettogevinsten ved et makroprudentielt tiltag. Fordelene ved stramninger udgøres af en lavere risiko for krise og et mindre BNP-tab i tilfælde af en krise, mens omkostningen udgøres af en reduktion af BNP i fraværet af en krise, f.eks. fordi det makroprudentielle tiltag medfører mindre kreditgivning. Udtrykket afhænger af få parametre, som kan estimeres. Forfatterne præsenterer estimater for effekten på to års sigt, men anerkender, at det i praksis vil kræve en mere kompleks analyse at vurdere, om policy bør strammes eller ej. Eksempelvis bør udviklingen i BNP betragtes over en længere tidshorisont. Deres estimater peger dog generelt i retning af, at der er positive nettogevinster ved de former for regulering, de betragter.

Nyere studie finder også positive effekter

Brandao-Marques mfl. (2020) anvender kvantilregressioner til at estimere effekterne af en stramning af policy på hele sandsynlighedsfordelingen af fremtidige udfald for ikke mindst BNP. Et bestemt tiltag kan reducere halerisikoen for BNP (en gevinst), men samtidig reducere medianvæksten i BNP (en omkostning). Estimationerne baseres på et paneldatasæt for en række lande, herunder Danmark. Cost-benefit-analysen foretages ved at beregne den forventede diskonterede værdi af fremtidige tab med henholdsvis uden policy-indgreb. Det forventede tab afhænger af sandsynlighedsfordelingerne af outputgap og inflation, som altså afhænger af policy. Er det forventede tab mindre med policy-tiltaget, er nettogevinsten positiv. Forfatterne finder, at begrænsninger i belånings- og gældsserviceringsgraden er forbundet med betydelige nettogevinster.

Modelbaseret analyse peger på positive nettoeffekter

Kockerols og Kok (2019) tager udgangspunkt i en DSGE-model for euroområdet. De undersøger blandt andet effekten af en stramning af belåningsgrænsen. Gevinsten udgøres af en lavere risiko for alvorlige finansielle kriser, mens omkostningen tilsvarende udgøres af den stigning i ledigheden, der følger af en strammere regulering. I analysen trækkes på forskellige estimater fra litteraturen. Også denne analyse finder, at gevinsterne overstiger ulemperne under de anvendte forudsætninger.

SAMMENFATNING

Studier bekræfter, at regulering virker

Sammenfattende peger meget af den gennemgåede empiriske litteratur på, at begrænsninger i långivningen, som er målrettet boligejere, virker afdæmpende på såvel gældsætning som på boligpriser. Dermed har begrænsningerne effekt for to af de indikatorer, som er relevante for at vurdere risikoen for en kommende finanskrise. Det drejer sig både om udbetalingskrav (LTV-krav) og begrænsninger i muligheden for afdragsfri lån. Der er mindre enighed om størrelsesordenen, altså hvor stor gældsætningens og boligprisernes følsomhed er overfor ændringer i disse instrumenter. Denne må også naturligt tænkes at afhænge af en række andre forhold, som eksempelvis udgangspunktet før indførelsen af den pågældende begrænsning, de institutionelle forhold i øvrigt i det pågældende land og størrelsen af ændringen. Der er også modstridende resultater i den empiriske litteratur med hensyn til, om indførelsen af sådanne begrænsninger har påvirket sandsynligheden for, at lån bliver misligholdt.

Begrænset evidens for virkning på slutmål

Resultaterne fra studier, der mere direkte forsøger at vurdere sammenhængen mellem indførelsen af sådanne lånebegrænsninger og virkningen på det formodede endemål: den finansielle og makroøkonomiske stabilitet, er mere begrænsede og foreløbige. Den empiriske evidens er altså foreløbig relativt svag på dette punkt.

Ligeledes begrænset viden om omkostninger

På samme måde er også empiriske studier af omkostningerne ved at indføre forskellige kreditbegrænsninger sparsom. Det foreløbige materiale peger dog på, at der er (beskedne) negative effekter på BNP og det private forbrug af at stramme grænsen for belåningsgraden. Der er også indikationer på, at disse realøkonomiske omkostninger stiger, jo strammere reguleringen er i udgangspunktet. Desuden kan der være omkostninger på mere individuelt niveau for personer, der får reduceret deres muligheder for at opnå den forbrugsprofil over deres liv, som de ønsker sig. Flere undersøgelser peger således på, at muligheden for afdragsfri lån fører til større forbrugsudjævning over tid hos nogle befolkningsgrupper. De få eksisterende analyser, der forsøger at kvantificere både omkostningerne og gevinsterne ved et konkret prudentielt tiltag, finder generelt, at der er positive nettogevinster ved de undersøgte tiltag.

III.6 SAMMENFATNING OG ANBEFALINGER

Finansiel regulering har lang historie

Regulering af bankers, sparekassers og realkreditinstitutters aktiviteter har en lang historie i Danmark, som ikke mindst har været motiveret af en række finanskriser, der rækker tilbage til midten af 1800-tallet. Den seneste i rækken var finanskrisen, der startede i 2007-08. Ligesom de foregående har denne globale finanskrise givet anledning til forskellige stramninger af den finansielle regulering. Ikke mindst er begrebet makroprudentiel regulering blevet langt mere kendt efter finanskrisen som følge af forståelsen for, at tiltag ikke blot skal fokusere på den enkelte finansielle institutions sundhed (som mikroprudentiel regulering koncentrerer sig om), men også se på samspillet mellem de enkelte institutioner og dermed det samlede finansielle systems sundhed.

Forslag om yderligere tiltag

Der er gennemført en række nye eller skærpede former for regulering af både mikro- og makroprudentiel karakter siden finanskrisen, og det diskuteres fortsat jævnligt i offentligheden, om der er behov for yderligere tiltag. Således foreslog Det Systemiske Risikoråd i 2021 at stramme adgangen til afdragsfrie lån. Det er dermed langtfra sikkert, at det nuværende niveau for reguleringen og den nærmere indretning heraf har nået et stabilt leje, og det er relevant at overveje fordelene og ulemperne ved yderligere regulering nøje.

Studier bekræfter, at makroprudentielle tiltag har effekt

Kapitlet gennemgår de overordnede økonomiske principper og argumenter for den makroprudentielle regulering, deskriptiv statistik for udviklingen i boligrelaterede udlån mv. og de vigtigste regler på området. Derefter følger en gennemgang af den empiriske litteratur på danske og udenlandske data om virkningen af makroprudentielle instrumenter, der er målrettet låntagere på ejerboligmarkedet. Studierne bekræfter generelt, at de undersøgte eksempler på makroprudentielle tiltag har en effekt på udlån og boligpriser, men der er fortsat mange huller i vores viden om, hvor store disse effekter er kvantitativt, ikke mindst når det kommer til størrelsen af de samfundsøkonomiske omkostninger ved reguleringen.

Begrænser markedsfejl

Regulering af den finansielle sektor, herunder makroprudentiel regulering inklusive tiltag rettet direkte mod bankernes balance, ikke mindst i form af kapital- og likviditetskrav, er vigtig for at begrænse markedsfejl i den finansielle sektor i form af asymmetrisk information og eksternaliteter, der giver risiko for finansielle kriser.

Også omkostninger forbundet med regulering

Der er imidlertid også omkostninger ved regulering af sektorens aktiviteter, idet sådan regulering vil begrænse husholdningers og virksomheders muligheder for at udnytte kapitalmarkederne til at udligne forskellene mellem ind- og udbetalinger over tid. Man bør derfor på dette område som alle andre så vidt muligt afveje gevinster og omkostninger ved hvert enkelt makroprudentielt tiltag, sådan at reguleringen på området hverken bliver mildere eller skrappere, end hvad der forekommer velbegrundet.

Ikke oplagt, at finansiel stabilitet tilsiger mange forskellige instrumenter

Udover kapital- og likviditetskrav til kreditinstitutterne findes en lang række andre instrumenter i den finansielle regulering, som også ofte italesættes som midler til at forebygge finansiel ustabilitet og dermed risikoen for en fremtidig finanskrise. Det drejer sig eksempelvis om udbetalingskrav (dvs. krav om, at boligkøbere kun kan belåne en vis andel af en boligs værdi og dermed stille resten af købesummen til rådighed fra egen opsparing) og begrænsninger i muligheden for at få afdragsfri lån. Kapitlet afdækker imidlertid, at der hverken er klare teoretiske eller empiriske argumenter for, at låntagerrettet regulering er mest hensigtsmæssig til at sikre finansiel stabilitet. Derfor er det ikke oplagt, at der er behov for sådanne yderligere begrænsninger på individers låntagning, hvis hensynet alene er at sikre den finansielle stabilitet. Litteraturen peger imidlertid på, at kapitalkrav kan være mindre effektive i højkonjunkturer, hvor kreditinstitutternes kapitalkvoter automatisk stiger som følge af høj indtjening og stigende aktivpriser. Her kan låntagerrettet regulering komplementere kapitalkravene ved direkte at styre allokeringen af bankernes aktiver og begrænse det fald i lånestandarderne, som man ellers kan opleve i opgangstider.

Andre hensyn kan begrunde låntagerrettet regulering

Der kan samtidig være andre, selvstændige samfundsøkonomiske grunde til at håndhæve sådanne låntagerbaserede begrænsninger. Der kan eksempelvis være et paternalistisk ønske om at forhindre kortsynede eller dårligt informerede husholdninger i at foretage dispositioner, som er til skade for deres privatøkonomi på længere sigt. En anden årsag kan være et mere generelt ønske om at stabilisere konjunkturerne og derfor undgå meget store udsving i boligpriserne, som spiller en stor rolle for den generelle efterspørgsel i økonomien.

Vigtigt med klar motivering for konkrete tiltag

Det er imidlertid væsentligt, at begrundelsen for de enkelte eksisterende og eventuelle fremtidige tiltag på området angives klart. Eksempelvis bør ønsker om yderligere begrænsninger i afdragsfriheden klart kunne begrundes ud fra hensyn til det ene, det andet eller det tredje forhold. Det er forudsætningen for at kunne lave en rationel bedømmelse af sådanne tiltags betimelighed. I den forbindelse er det også væsentligt at gøre klart, om forslagene har et konjunkturelt eller strukturelt sigte.

Alternative instrumenter end de makroprudentielle bør også overvejes

Er eksempelvis formålet med et finansielt reguleringsforslag i virkeligheden primært konjunkturstabilisering, bør det samtidig overvejes, om andre instrumenter kan være mere målrettede til det specifikke formål. Det kunne eksempelvis være ændringer i beskatningen af renteudgifter eller af indkomsten fra ejerboliger (ejendomsværdiskatten). Det samme gælder, hvis reguleringsforslaget begrundes med et ønske om at mindske husholdningernes betydelige aggregerede bruttogæld: Det vil også her være relevant at specificere, hvori problemet med en høj bruttogæld mere præcist består, og om den pågældende regulering i givet fald vil være det mest velegnede instrument til at imødegå problemet, eller om der er andre og mere nærliggende alternativer.

Behov for langt mere empirisk forskning på området

Forslag til ændringer af den finansielle regulering bør i princippet bygge på foretagne cost-benefit-analyser, det identificerer de forventede fordele og omkostninger ved forslaget, idet det ellers vil være vanskeligt at vurdere nettoeffekterne af forslaget. Den empiriske gennemgang i kapitlet viser imidlertid, at der fortsat er meget store mangler i den kollektive viden om virkningen af de forskellige reguleringsinstrumenter som grænser for gældsfaktoren, restriktioner på afdragsfrihed mv. Det er derfor vanskeligt at opstille udførlige og troværdige cost-benefit-analyser på området. Der er dermed et klart behov for (meget) mere empirisk forskning på området for at få en bedre forståelse af de forskellige værktøjers betydning.

Mere fokus på regulering af erhvervslån?

Der er allerede en lang række former for regulering, der er målrettet låntagere, eksempelvis i form af begrænsninger i belåningsgraden. Der er imidlertid generelt mere fokus på instrumenter målrettet husholdninger (boligejere) end instrumenter målrettet virksomheder. Dette kan umiddelbart virke påfaldende, når det tages i betragtning, at lån til virksomheder udgør en betydelig del af de samlede lån og har været årsag til flere historiske kriser med finansiel ustabilitet. Vurderes der at være behov for yderligere låntagerrettet regulering af hensyn til den finansielle stabilitet, kan det derfor være relevant at have større fokus på muligheden for og betimeligheden af mere målrettet regulering af erhvervslivets låntagning.

LITTERATUR

Abildgren, K. og J. Thomsen (2011): En fortælling om to danske bankkriser. *Nationalbankens kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2011, del 1.

Ahuja, A. og M.S. Nabar (2011): Safeguarding Banks and Containing Property Booms: Cross-Country Evidence on Macroprudential Policies and Lessons From Hong Kong SAR. IMF Working Paper.

Akinci, O. og J. Olmstead-Rumsey (2018): How effective are macroprudential policies? An empirical investigation. *Journal of Financial Intermediation,* 33, s. 33-57.

Alam, Z., M. A. Alter, J. Eiseman, M. R. Gelos, M. H. Kang, M. M. Narita og N Wang (2019): Digging deeper--Evidence on the effects of macroprudential policies from a new database. IMF Working Paper.

Andersen, A. L., C. Duus og T. L. Jensen (2016): Household debt and spending during the financial crisis: Evidence from Danish micro data. *European Economic Review*, 89, s. 96-115.

Andersen, H. Y., A. Kuchler og N. L. Hansen (2020): Mandatory Pension Savings and Long-run Debt Accumulation: Evidence from Danish Register Data. Working paper. Danmarks Nationalbank.

Andries, A. M., F. Melnic og N. Sprincean (2021): The effects of macroprudential policies on credit growth. *The European Journal of Finance*.

Araujo, J. D., M. Patnam, M. A. Popescu, M. F. Valencia og W. Yao (2020): Effects of macroprudential policy: Evidence from over 6,000 estimates. IMF Working Paper.

Armstrong, J., H. Skilling og F. Yao (2019): Loan-to-value ratio restrictions and house prices: Micro evidence from New Zealand. *Journal of Housing Economics*, 44, s. 88-98.

Arregui, M.N., M.J. Benes, M.I. Krznar, M.S. Mitra og M.A. Santos (2013): Evaluating the net benefits of macroprudential policy: A cookbook. IMF Working Paper.

Bech, S.L., S.J. Hviid og J.G. Mikkelsen (2021): Measuring household interest-rate sensitivity in Denmark. Working paper. Danmarks Nationalbank.

Bentzen, C.S., H.Y. Andersen og S.J. Hviid (2018): Effekter af vejledning om belåning af boliger fra 2016. Analyse. Danmarks Nationalbank.

Bentzen, C.S., G.S. Cokayne, E.E. Gerba og R. P. Roulund (2020): Strammere låneregler har gjort boligejerne mere robuste. Analyse. Danmarks Nationalbank.

Bernstein, A. og P. Koudijs (2020): Mortgage Amortization and Wealth Accumulation. Arbejdspapir.

Bezrukovs, D. (2013): The role of housing in wealth inequality in Eurozone countries. Konferenceoplæg.

Bohn-Jespersen, H.K. og K.G. Mogensen (2018): Spar op til dårlige tider i gode tider. Analyse. Danmarks Nationalbank.

Brandao-Marques, M.L., M.R. Gelos, M. M. Narita og E. Nier (2020): Leaning against the wind: a cost-benefit analysis for an integrated policy framework. IMF Working Paper.

Brissimis, N., D.D. Manthos og M. Iosifidic (2014): Bank Market Power and Monetary Policy Transmission. *International Journal of Central Banking*, 10 (4).

Brunnermeier, M.K. og C. Juillard (2008): Money Illusion and Housing Frenzies. *Review of Financial Studies,* 21(1), s. 135-180.

Budnik, K. og G. Rünstler (2020): Identifying SVARs from sparse narrative instruments: dynamic effects of U.S. macroprudential policies. Working Paper. Den Europæiske Centralbank.

Bäckman, C. og N. Khorunzhina (2020): Interest-Only Mortgages and Consumption Growth: Evidence from a Mortgage Market Reform. Arbejdspapir, Aarhus Universitet.

Bäckman, C. og C. Lutz (2020): The impact of interest-only loans on affordability. *Regional Science and Urban Economics*, 80.

Bäckman, C. og C. Lutz (2021): Mortgage Innovation and House Price Booms. Arbejdspapir, Aarhus Universitet.

Bäckman, C. og P. van Santen (2020): The Amortization Elasticity of Mortgage Demand. Arbejdspapir, Aarhus Universitet.

Carreras, O., E.P. Davis og R. Piggott (2018): Assessing macroprudential tools in OECD countries within a cointegration framework. *Journal of Financial Stability*, 37, s. 112-130.

Cerutti, E., S. Claessens og L. Laeven (2017): The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence. *Journal of Financial Stability*, 28, s. 203-224.

Claessens, S., S.R. Ghosh og R. Mihet (2013): Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities. *Journal of International Money and Finance*, 39, s. 153-185.

Cocco, J.F. (2013): Evidence on the Benefits of Alternative Mortgage Products. *Journal of Finance* 68 (4), s. 1663-1690.

Cokayne, G. (2019): The effects of macroprudential policies on house price cycles in an agent-based model of the Danish housing market. Working paper. Danmarks Nationalbank.

Cournéde, B., S. Sakha og V. Ziemann (2019): Empirical links between housing markets and economic resilience. Working paper. OECD.

Craig, R. S. og C. Hua (2011): Determinants of Property Prices in Hong Kong SAR: Implications for Policy. IMF Working Paper.

Crowe, G, G. Dell'Ariccia, D. Igan og P. Rabanal (2011): How to Deal with Real Estate Booms: Lessons from Country Experiences. IMF Working Paper WP/11/91.

Dam, N.A., T.S. Hvolbøl, E. H. Pedersen, P. B. Sørensen og S. H. Thamsborg (2011): Udviklingen på ejerboligmarkedet i de seneste år – kan boligpriserne forklares? *Kvartalsoversigt 1. kvartal 2011, del 2*. Danmarks Nationalbank.

Danmarks Statistik (2019): Er de danske familier dybt forgældede? DST Analyse.

Danmarks Statistik (2022): Boliger med CPR-tilmeldte personer efter udlejningsforhold (1930-2022). Statistikbanken, tabel BOLRD.

De Araujo, D.K.G., J.B.R.B. Barroso og R.B. Gonzalez (2020): Loan-to-value policy and housing finance: Effects on constrained borrowers. *Journal of Financial Intermediation*, 42.

De Jong, J. og E. de Veirman (2019): Heterogeneity and Asymmetric Macroeconomic Effects of Changes in Loan-to-Value Limits. DNB Working paper. De Nederlandsche Bank.

De Nicolo, G., G. Favara og L. Ratnovski (2012): Externalities and Macroprudential Policy. IMF Staff Discussion Note SDN/12/05.

De Stefani, A. og J. Moertel (2019): Real effects of relaxing financial constraints for homeowners: Evidence from Danish firms. Working paper. Danmarks Nationalbank.

Degryse, H., P. Morales-Acevedo og S. Ongena (2019): Competition in the Banking Sector. I Berger, A.N., Ph. Molyneux og J.O.S. Wilson (red.): The Oxford Handbook of Banking (3 ed.).

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2013): Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risicis henstilling af 4. april 2013 om delmål og instrumenter for den makroprudentielle politik. ESRB/2013/1.

Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (2021): *A Review of Macroprudential Policy in the EU in 2020.*

Det Systemiske Risikoråd (2014): Overvågning af systemiske risici.

Det Systemiske Risikoråd (2016): Initiativer og pejlemærker i forhold til ejendomsmarkedet. Diskussionspapir.

Diamond, D.W. og P.H. Dybvig (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy* 91 (3), s. 401-419.

Djankov, S., McLiesh, C., & Shleifer, A. (2007): Private credit in 129 countries. *Journal of financial Economics*, 84 (2), s. 299-329.

Duprey, T. og A. Ueberfeldt (2020): Managing GDP tail risk. Working Paper. Bank of Canada.

ECB (2022): Finansiel stabilitet og makroprudentiel politik. www.ecb.europa.eu.

Ellis, L. og C. Naughtin (2010). Commercial Property and Financial Stability – An International Perspective. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, June Quarter 2010.

Epure, M., I. Mihai, C. Minoiu og J.-L. Peydro (2018): Household Credit, Global Financial Cycle, and Macroprudential Policies: Credit Register Evidence from an Emerging Country (January 2018). IMF Working Paper No. 18/13.

Erhvervsministeriet (2016): Vejledning om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning af boliger i vækstområder mv. Vejledning nr. 9051 af 29. januar 2016.

Erhvervsministeriet (2020): Vejledning til bekendtgørelse nr. 1581 af 17. december 2018 om god skik for boligkredit. Vejledning nr. 9619 af 10. september 2020.

Erhvervsministeriet (2021a): Bekendtgørelse om god skik for boligkredit. Bekendtgørelse nr. 752 af 23. april 2021.

Erhvervsministeriet (2021b): Bekendtgørelse om ledelse og styring af pengeinstitutter mfl. Bekendtgørelse nr. 1254 af 11. juni 2021.

European Mortgage Federation (2019): *Interest-only loans study.*

Finansinspektionen (2017): Amortisation requirement reduced household debt. FI Analysis 10.

Finansinspektionen (2018): Mortgage cap slowed growth of household debt. FI Analysis 12.

Finansinspektionen (2019): Fewer vulnerable households after stricter amortisation requirement. FI Analysis 17.

Finansministeriet (2014): Misligholdte lån i Danmark. Økonomisk analyse.

Finanstilsynet (2014): *Rapport om modvirkning af prisbobler på ejendomsmarkedet via finansiel regulering.*

Finanstilsynet (2014b): Tilsynsdiamant for realkreditinstitutter.

Finanstilsynet (2016): Vejledning om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning af boliger i vækstområder mv.

Finanstilsynet (2021): Vejledning om tilsynsdiamanten for pengeinstitutter. Gældende fra 1. juni 2021.

Franta, M. og L. Gambacorta (2020): On the effects of macroprudential policies on Growth-at-Risk. *Economics Letters*, 196.

Galán, J. E. (2020): The benefits are at the tail: uncovering the impact of macroprudential policy on growth-at-risk. *Journal of Financial Stability*.

Galán, J. E. og M. Rodriguez-Moreno (2020): At-risk measures and financial stability. *Finansial Stability Review, issue 39.* Banco de España.

Galati, G. og R. Moessner (2018): What do we know about the effects of macroprudential policy? *Economica*, 85 (340), s. 735-770.

Gorton, G.B. og Ping He (2008): Bank Credit Cycles. *Review of Economic Studies*, 75 (4), s. 1181-1214.

Greenwood, R., S.G. Hanson, A. Shleifer og J.A. Sørensen (2022): Predictable Financial Crises. *The Journal of Finance*, 77 (2), s. 863-921.

Grochulski, B. (2013): Pecuniary Externalities, Segregated Exchanges, and Market Liquidity in a Diamond-Dybvig Economy with Retrade. *Economic Quarterly,* 99 (4), s. 305-340.

Han, L., C. Lutz, B. Sand og D. Stacey (2021): The effects of a targeted financial constraint on the housing market. *Review of Financial Studies*, 34 (8), s. 3742-3788.

Hansen, P.H. (2010): Finansielle krisers efterspil i (Danmarks)historien, 1857-1930. *Samfundsøkonomen* nr. 1, 2010.

Hartmann, Ph. (2015): Real estate markets and macroprudential policy in Europe. ECB Working Paper, No. 1796.

Igan, M. D. og M. H. Kang (2011): Do loan-to-value and debt-to-income limits work? Evidence from Korea. IMF Working Paper.

IMF (2016): *Macroprudential policies in Denmark*. I Denmark: Selected Issues. IMF Staff Country Reports.

IMF (2017): Household debt and financial stability. I IMF (red.): *Global Financial Stability Report October 2017*, s. 53-89.

Jiménez, G., Ongena, S., Peydró, J. og Saurina, J. (2017). Macroprudential Policy, Countercyclical Bank Capital Buffers, and Credit Supply: Evidence from the Spanish Dynamic Provisioning Experiments. *Journal of Political Economy,* 125, s. 2126 - 2177.

Kim, S. og A. Mehrotra (2019): Examining macroprudential policy and its macroeconomic effects – some new evidence. BIS Working Papers. Bank for International Settlements.

Kim, M. og Y.H. Oh (2021): Effects of Easing LTV· DTI Regulations on the Debt Structure and Credit Risk of Borrowers. *KDI Journal of Economic Policy*, 43 (3), s. 1-32.

Kockerols, T. og C. Kok (2019): Leaning against the wind: macroprudential policy and the financial cycle. ECB Working Paper Series.

Kuttner, K. N. og I. Shim (2016): Can non-interest rate policies stabilize housing markets? Evidence from a panel of 57 economies. *Journal of Financial Stability*, 26, s. 31-44.

Laeven, L. og F. Valencia (2020): Systemic Banking Crises Database II. *IMF Economic Review*, 68, s. 307-361.

Larsen, L. S., C. Munk, R. K. Nielsen og J. Rangvid (2020): How do Interest-only Mortgages Affect Consumption and Saving over the Life Cycle? Arbejdspapir.

Leth-Petersen, S. (2010): Intertemporal consumption and credit constraints: Does total expenditure respond to an exogenous shock to credit? *American Economic Review*, 100 (3), s. 1080-1103.

Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel og X. Wu (2011): Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences. IMF Working paper.

Mayer, C.J. og T. Sinai (2007): U.S. House Price Dynamics and Behavioral Finance. I Foote, C.L., L. Goette og S. Meier (2007): Policy-making Insights on Behavioral Economics, 261-95. Federal Reserve Bank of Boston.

McDonald, C. (2015): When is macroprudential policy effective? BIS Working Papers. Bank for International Settlements.

Mokas, D. og M. Giuliodori (2021): Effects of LTV announcements in EU economies. DNB Working Paper. De Nederlandsche Bank.

Nakatani, R. (2020): Macroprudential policy and the probability of a banking crisis. *Journal of Policy Modeling*, 42 (6), s. 1169-1186.

Nationalbanken (2011): Husholdningernes balance og gæld – et internationalt landestudie. *Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2011, del 2.*

Nationalbanken (2015): 2008 - Finanskrise og sikring af finansiel stabilitet. Historisk gennemgang på Nationalbankens hjemmeside.

Nationalbanken (2020): Strammere låneregler har gjort boligejerne mere robuste. Analyse.

Olszewski K. (2013): The Commercial Real Estate Market, Central Bank Monitoring and Macroprudential Policy. *Review of Economic Analysis*, 5(2), s. 213-250.

Poghosyan, T. (2019): How Effective is Macroprudential Policy? Evidence from Lending Restriction Measures in EU Countries. IMF Working Paper.

Richter, B., M. Schularick og I. Shim (2019): The costs of macroprudential policy. *Journal of International Economics*, 118, s. 263-282.

Richter, B., M. Schularick og P. Wachtel (2021): When to Lean against the Wind. *Journal of Money, Credit and Banking*, 53: 5-39.

Ruckes, M. (2004): Bank Competition and Credit Standards, *The Review of Financial Studies*, 17 (4), s.1073–1102.

Sánchez, C. A. og O. Röhn (2016): How do policies influence GDP tail risks? Working paper. OECD.

Schou, P. (2021): Makroprudentiel politik. Den Store Danske på lex.dk, hentet 12. maj 2022.

Schularick, M. og A.M. Taylor (2012): Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises. *American Economic Review*, 102 (2), s. 1029-1061.

Shiller, R.J. (2007): Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership. NBER Working Paper 13553.

Svensson, L. E. O. (2016): Amortization requirements may increase household debt: A simple example. IMF Working Paper.

Svensson, L. E. O. (2020): Macroprudential policy and household debt: What is wrong with Swedish macroprudential policy? *Nordic Economic Policy Review 2020*, s. 111-167.

Svensson, L. E. O. (2021a): Household Debt Overhang Did Hardly Cause a Larger Spending Fall during the Financial Crisis in Australia. Arbejdspapir, april 2021. Stockholm School of Economics.

Svensson, L. E. O. (2021b): Household Debt Overhang Did Hardly Cause a Larger Spending Fall during the Financial Crisis in the UK. Arbejdspapir, april 2021. Stockholm School of Economics.

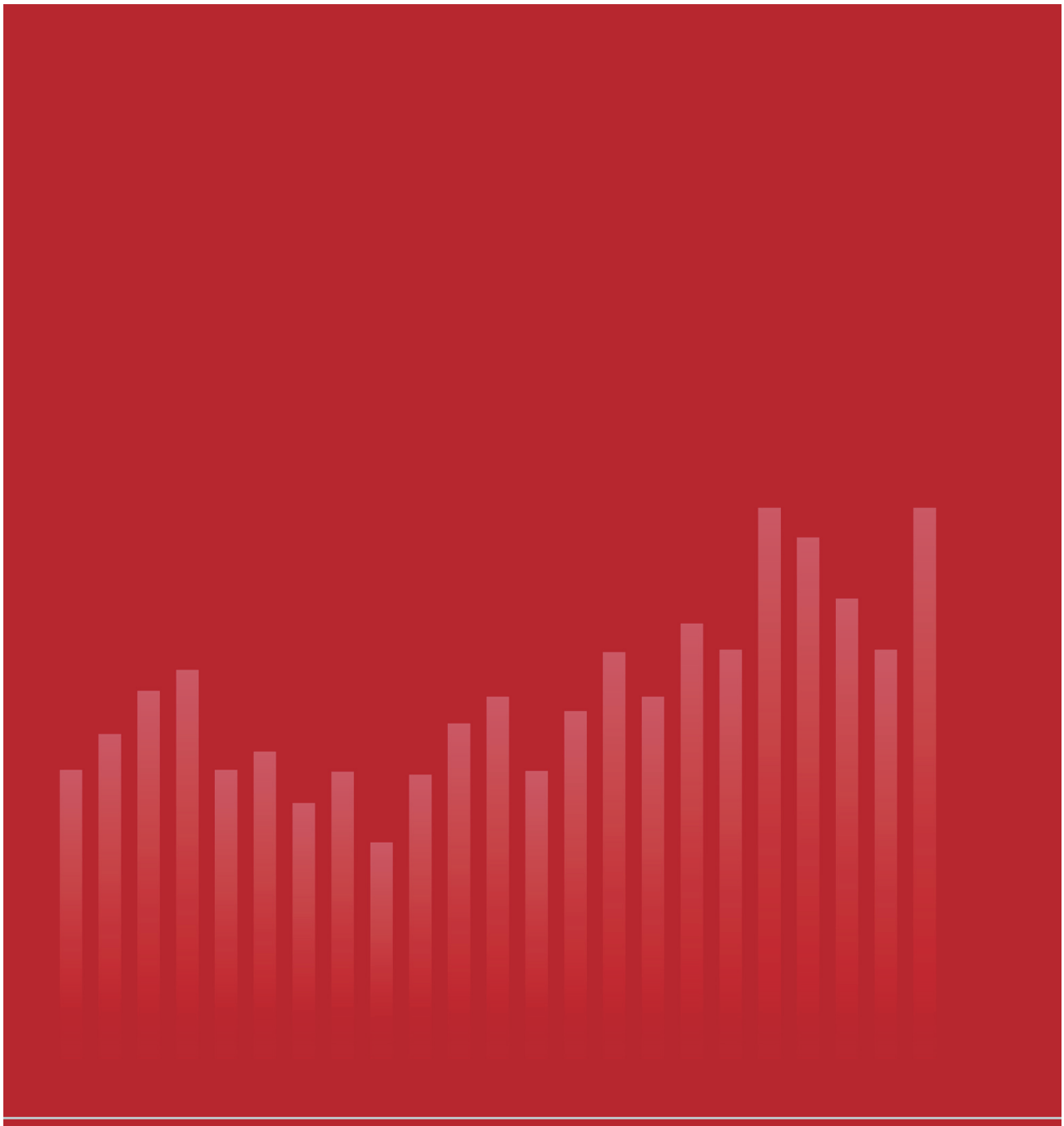
Sørensen, P.B. (2011): Finanskrisen og den økonomiske videnskab. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 149, s. 142-157.

Udvalget om finanskrisens årsager (2013): *Den finansielle krise i Danmark – årsager, konsekvenser og læring.*

Van Bekkum, S., M. Gabarro, R. M. Irani og J.-L. Peydro (2019): Take It to the Limit? The Effects of Household Leverage Caps. Arbejdspapir.

Verdensbanken (2013): Rethinking the Role of the State in Finance. Global Financial Development Report.

Whittle, R. T. Davies, M. Gobey og J. Simister (2014): Behavioural Economics and House Prices: A Literature Review. *Business and Management Horizons,* 2 (2).



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL IV
TILGANGS-EFFEKTER VED ÆNDREDE DAG-PENGEREGLER

Dansk Økonomi, forår 2022

KAPITEL IV
TILGANGSEFFEKTER VED ÆNDREDE DAGPENGEREGLER

Kapitlet præsenterer formandskabets vurdering af ministeriernes beregninger af ændringer i tilgangen til dagpenge ved ændringer af dagpengereglerne. Kapitlet er et led i formandskabets opgave med at vurdere adfærdsforudsætninger og konsekvensvurderinger i den økonomiske politik.

Kapitlet indeholder blandt andet en gennemgang af den empiriske litteratur på området. På baggrund af denne konkluderes det, at regnereglerne på flere områder ikke afspejler den nyeste forskningsmæssige viden om, hvilke mekanismer der ligger bag en ændret tilgang til dagpenge.

Det vurderes desuden, at de adfærdsforudsætninger, der ligger bag ministeriernes opgørelse af tilgangseffekter, har en svag validitet. En sanering af regnereglerne bør søge at inddrage og skaffe et stærkere empirisk grundlag for de centrale mekanismer.

IV.1 INDLEDNING

To større ændringer af dagpengesystemet i *Ny reformpakke for dansk økonomi* ...

I januar blev der indgået aftale i Folketinget om *Ny reformpakke for dansk økonomi*. Aftalen indeholder blandt andet to centrale ændringer af dagpengesystemet. Den ene er indførelsen af en såkaldt *elitebilistordning* – en forhøjet dagpengesats i de første tre måneder af dagpengeperioden for personer med en stærk arbejdsmarkedshistorik. Den anden er en opstramning af dimittenders adgang til dagpenge – både i form af en lavere dimittendsats, dvs. dagpengesats for nyuddannede, og i form af en forkortelse af dimittenders dagpengeperiode.

... om det er godt eller skidt beror på klassisk afvejning

Der er flere konsekvenser af disse ændringer. Elitebilistordningen vil eksempelvis styrke forsikringselementet i dagpengesystemet og kan måske føre til en større tilslutning til forsikringen. På den anden side bliver den økonomiske forskel mellem at være i beskæftigelse og modtage dagpenge mindre. Det kan risikere at føre til mindre jobsøgning, i hvert fald i en periode, og samlet set til et højere strukturelt ledighedsniveau. Der er med andre ord tale om en klassisk afvejning af fordele og ulemper. Og helt tilsvarende indebærer reduktionen af dimittendsatsen også en afvejning; på den ene side svækkes forsikringselementet for de nyuddannede ledige, mens de på den anden side tilskyndes til at intensivere deres jobsøgning, hvilket trækker i retning af et lavere ledighedsniveau.

Tilgangseffekten udgør et centralt element i "prisen" på ændringerne

Ændringer af dagpengeregler kan påvirke den samlede ledighed og beskæftigelse af forskellige årsager. Et centralt element i beregningerne af de to dagpengeforslag er den såkaldte tilgangseffekt. Den angiver, hvordan tilgangen af personer til dagpengesystemet påvirkes af ændringer af dagpengeregler. Effekten har i praksis væsentlig betydning for, hvor dyr indførelsen af elitebilistordningen er, og hvilken besparelse en reduceret dimittendsats kan give.

Kapitel er led i overvågning af regneprincipper

Det centrale formål med dette kapitel er at vurdere validiteten af ministeriernes beregninger af ændringer i tilgangen til dagpenge ved ændringer af dagpengeregler. Arbejdet i dette kapitel er et led i formandskabets opgave med at vurdere adfærdsforudsætninger og konsekvensvurderinger i den økonomiske politik.

Størrelsen på tilgangseffekten er ikke empirisk baseret

For størrelsen af tilgangseffekten i dagpengemodellen forudsætter ministerierne, at beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger, som potentielt er på vej til at modtage dagpenge, reagerer på samme måde på ændringer i dagpengesystemet, som ledige, der allerede er i dagpengesystemet. Der er imidlertid tale om en antagelse foretaget ud fra

et konsistenshensyn uden et egentligt empirisk grundlag, hvilket diskuteres nærmere i kapitlet.

I forbindelse med opdateringen af modellen i 2021 blev tilgangseffekten reduceret

Dagpengemodellen, som blev udviklet i 2015 i forbindelse med dagpengekommissionens arbejde, gennemgik en større opdatering i 2021. I den forbindelse reviderede centraladministrationen beregningsgangen for tilgangseffekten, hvilket medførte en markant reduktion i størrelsen på tilgangseffekten. Ændringen indebar, at et tiltag som den vedtagne forhøjelse af dagpengesatsen i starten af dagpengeperioden, blev væsentligt billigere at gennemføre.

Dagpengemodellen er på visse områder uhensigtsmæssigt konstrueret

På trods af den nylige opdatering konkluderes det imidlertid i dette kapitel, at den anvendte tilgangseffekt har svag overensstemmelse med nyere forskningslitteratur på området. Tilgangseffekterne i dagpengemodellen, som forårsages af generelle ændringer i ydelsesniveauet, er store set i forhold til estimater for tilgangseffektens størrelse fra empiriske undersøgelser. Omvendt er tilgangseffekterne i dagpengemodellen, som forårsages af ændringer i den maksimale dagpengeperiode, små i forhold til empiriske estimater af denne effekt. Dette tyder på, at modellen grundlæggende er uhensigtsmæssigt konstrueret. Det udfordrer brugen af modellen ud fra sunde regneprincipper.

Herudover mangler modellen væsentlige mekanismer

En mulig forklaring på den svage overensstemmelse mellem modellens resultater og den empiriske evidens er, at modellen mangler forskellige mekanismer, som forskningen de senere år har peget på er væsentlige for at forstå, hvorfor ændringer i dagpengesystemet skaber ændringer i beskæftigelsen.

Kapitlets indhold

I afsnit IV.2 gives en beskrivelse af de mekanismer, der ligger bag en ændret tilgang til dagpenge. I afsnit IV.3 præsenteres forskningslitteratur, der har opgjort tilgangseffekter, mens afsnit IV.4 sammenknytter litteraturens resultater med de anvendte regneprincipper i dagpengemodellen. Der konkluderes i afsnit IV.5.

IV.2 MEKANISMER BAG TILGANGSEFFEKTER

Hvordan kan tilgangseffekter opstå?

Ændringer i dagpengesystemet kan påvirke den samlede ledighed og beskæftigelse gennem tre overordnede kanaler:

- Ved at påvirke tilgangen til ledighed
- Ved at påvirke afgangen fra ledighed til beskæftigelse
- Ved at påvirke deltagelsen på arbejdsmarkedet.

I dette kapitel fokuseres på *tilgangseffekter*, der her angiver, hvor meget ændringer i dagpengereglerne påvirker antallet af personer, som tilgår dagpengesystemet. I det følgende afsnit diskuteres det, igennem hvilke mekanismer sådanne tilgangseffekter kan opstå. Til sidst i afsnittet diskuteres det, hvordan A-kassemedlemskab og bevægelser ind og ud af arbejdsstyrken kan tænkes at blive påvirket.

Ledighedsforsikring kan svække overgangen fra ledighed til beskæftigelse …

Mens afsnittets primære fokus er på, hvordan forsikring imod ledighed påvirker tilgangen til ledighed, er det mere veletableret og dokumenteret i økonomisk teori og i empiriske studier, at en ledighedsforsikring påvirker *afgangen* fra ledighed, jf. eksempelvis Schmieder og von Wachter (2016). Der kan være mange årsager hertil; et mere generøst dagpengesystem kan blandt andet betyde, at ledige bliver tilbøjelige til at søge mindre bredt og i længere tid efter det rigtige job, ligesom det kan gøre ledige tilbøjelige til at afslå jobtilbud, der ikke fuldt ud matcher deres ambitioner.

… og få personer i opsagte og midlertidige stillinger til at søge længere efter det rigtige job

Et mere generøst dagpengesystem kan også gøre det muligt for jobsøgende, der befinder sig i opsagte eller midlertidige stillinger, at søge i længere tid efter det rigtige job. En sådan adfærd vil øge sandsynligheden for, at disse personer overgår til ledighed, fordi de ikke finder job inden stillingen udløber, og der kan dermed være en effekt på tilgangen til dagpengesystemet. En særlig gruppe af jobsøgende er dimittender, der efter at have afsluttet en uddannelse er på vej ud på jobmarkedet, og som skal beslutte sig for, hvor bredt de vil søge efter job i forhold til den uddannelse, de netop har færdiggjort.

En længere søgefase øger ledigheden, men kan styrke produktiviteten

En længere og grundigere søgefase vil trække i retning af højere ledighed, men der kan også være samfundsgavnlige effekter, idet det kan forøge den generelle kvalitet af et jobmatch og dermed den gennemsnitlige produktivitet, jf. Acemoglu og Shimer (2000). Omvendt peger Hopenhayn og Nicolini (2009) på, at et mere generøst dagpengesystem kan få flere ledige til at søge efter job på dårligere betingelser

med det primære formål for øje at kunne opnå ret til at modtage ledighedsunderstøttelse. Under sådanne omstændigheder vil et mere generøst dagpengesystem kunne svække den gennemsnitlige kvalitet af et jobmatch.

Søgeintensitet stiger frem imod ydelsesnedgang …

For både ledige jobsøgende og personer i opsagte eller midlertidige stillinger, er det forventeligt, at deres jobsøgning og sandsynlighed for at finde et job, påvirkes af de ydelsesniveauer, de har udsigt til i fremtiden. Eksempelvis er det forventeligt, at jobsøgende i midlertidige eller opsagte stillinger øger deres søgeintensitet frem imod tidspunktet, hvor de har udsigt til at indtræde i dagpengesystemet, ligesom dagpengeledige forøger deres søgeintensitet frem imod tidspunktet, hvor de opbruger dagpengeretten, jf. Mortensen (1977).

… og forventning om fremtidige ydelsesændringer kan påvirke søgeintensitet

Da jobsøgende må forventes at reagere på de ydelsesniveauer, de har udsigt til i fremtiden, kan det ligeledes forventes, at troværdigt annoncerede ændringer i dagpengesystemet vil påvirke adfærden blandt jobsøgende, allerede inden disse ændringer rent faktisk træder i kraft. Eksempelvis kan man forestille sig, at jobsøgende i opsagte eller midlertidige stillinger vil ændre deres søgeintensitet ved udsigten til en fremtidig ændring i dagpengesystemet, som vil påvirke deres indkomst i tilfælde af, at de ikke finder job inden stillingen udløber.

Ændringer i dagpengesystemet kan desuden påvirke tilgangen til dagpenge ved at føre til en stigning i den såkaldte jobseparationsrate, dvs. hvor stor en andel af personer i beskæftigelse, der afskediges eller siger deres job op.

Et mere generøst dagpengesystem kan mindske jobfastholdelsesindsatsen …

Et mere generøst dagpengesystem vil eksempelvis mindske det økonomiske tab for en medarbejder, der mister jobbet. Hvis udsigten til et mindre økonomisk tab ved fyring leder til en mindre indsats på jobbet, end det indsatsniveau arbejdsgiveren forventer, risikerer det at øge sandsynligheden for, at medarbejderen opsiges og tilgår ledighed, jf. Wang og Williamson (1996).

… og føre til flere frivillige opsigelser

Ligeledes vil et mere generøst dagpengesystem stille en medarbejder bedre, når vedkommende opsiger sin stilling for at søge nye jobudfordringer eller for at omlægge sit arbejdsliv. I det omfang medarbejderen gør brug af denne mulighed, kan et mere generøst dagpengesystem øge tilgangen til dagpenge, jf. Hopenhayn og Nicolini (2009).

Virksomhederne kan påvirke tilgangen til ledighed via midlertidige hjemsendelser …

Forskningen peger også på, at et mere generøst dagpengesystem kan øge tilgangen til ledighed som følge af, at arbejdsgiverne ændrer adfærd. Eksempelvis kan dette være tilfældet, hvis et mere generøst dagpengesystem, som mindsker medarbejderens økonomiske tab ved afskedigelse, gør arbejdsgiveren mere tilbøjelig til at fritstille medarbejdere, som der midlertidigt mangler ordrer til, jf. Feldstein (1978). I en sådan situation vil dagpengesystemet virke som en stødpude for virksomhederne, eksempelvis i forbindelse med vejrlig eller sæson- og konjunkturbetingede udsving i virksomhedernes efterspørgsel.

… og via længden af ansættelses-kontrakter

En anden mulighed er, at indretningen af dagpengesystemet kan påvirke virksomhedernes valg af længden af de midlertidige ansættelseskontrakter, som virksomheder tilbyder jobsøgende. Hvis dagpengesystemet indeholder et krav til forudgående beskæftigelse for at modtage ledighedsydelse, øger det arbejdsgivernes incitament til at tilbyde ansættelseskontrakter, der netop sikrer, at medarbejderen efterfølgende vil have ret til at modtage ledighedsunderstøttelse, jf. Brebion mfl. (2021) og Khoury (2021). Dette kan eksempelvis forklares ved, at virksomhederne til dels internaliserer de ansattes incitamenter; eksempelvis kan virksomheder få et bedre ry og mindske risikoen for, at medarbejderne siger op, hvis de tilpasser kontrakternes længde, således at de lettere kan afskedige ansatte, når disse er blevet berettigede til ledighedsydelser.

Generelle ligevægtseffekter kan påvirke overgange mellem ledighed og beskæftigelse

I forskningslitteraturen er det blevet påpeget, at sandsynligheden for, at den enkelte jobsøgende finder beskæftigelse ikke kun påvirkes af dennes jobsøgningsintensitet, men også af det aktuelle antal af ledige stillinger relativt til den samlede jobsøgningsindsats på et givet arbejdsmarked, jf. Zweimüller (2018) og Landais mfl. (2018). Dermed vil en ændring i dagpengesystemet påvirke bevægelserne mellem ledighed og beskæftigelse som følge af generelle ligevægtseffekter.

Ved jobrationering er der positive afledte effekter ved mindsket jobsøgning …

En type af generel ligevægtseffekt består i, at man særligt på kort sigt kan forestille sig, at de jobsøgende søger efter job blandt et mere eller mindre fast antal ledige stillinger, og at den enkeltes jobsøgningsindsats derfor fortrænger andre jobsøgende – såkaldt *jobrationering*. I dette tilfælde vil et mere generøst dagpengesystem, der fører til en mindsket jobsøgningsintensitet for den enkelte, derfor trække i retning af at forøge de øvrige jobsøgendes sandsynlighed for at finde beskæftigelse. I tilfælde af jobrationering er der altså positive afledte effekter ved mindsket jobsøgning, jf. Zweimüller (2018) og Landais mfl. (2018).

… men der kan også være negative afledte effekter

Der kan imidlertid også være negative afledte effekter ved mindsket jobsøgning; det vil eksempelvis være tilfældet, hvis virksomhederne reducerer antallet af ledige stillinger, når de jobsøgende reducerer deres jobsøgningsintensitet. Det kan blandt andet ske som følge af, at virksomhedernes forventede omkostninger ved at slå nye stillinger op forøges, fordi de i gennemsnit kan se frem til, at der går længere tid, før en ledig stilling bliver besat, jf. Landais mfl. (2018).

Dagpengesystemet kan påvirke jobskabelsen via løneffekter …

Andre generelle ligevægtseffekter kan eksempelvis opstå, hvis ændringer af dagpengesystemet påvirker det generelle lønniveau i økonomien. Eksempelvis er det muligt, at et mere generøst dagpengesystem forøger det generelle lønniveau, og at virksomhedernes jobskabelse dermed mindskes, fordi det bliver mindre profitabelt at slå en stilling op, jf. Zweimüller (2018).

… og påvirke opsigelsesvarsler

Det er også muligt, at en forsikring, der giver bedre dækning mod indkomsttab i tilfælde af ledighed, påvirker lønmodtagernes krav om længden af opsigelsesvarsler – det fremføres ofte som et element i den såkaldte danske flexicurity-model.

A-KASSEMEDLEMSKAB OG BEVÆGELSER IND OG UD AF ARBEJDSSTYRKEN

Ovenstående bevægelser har fokuseret på tilgangen til ledighed fra beskæftigelse ved ændringer i dagpengesystemet. Derudover er der nogle andre sandsynlige effekter.

Dagpengesystem kan påvirke tilslutningen til A-kasserne og deltagelsen på arbejdsmarkedet ...

For det første må ændringer i dagpengesystemets generøsitet forventes at have betydning for ønsket om at være medlem af en A-kasse. Man kan også forestille sig, at ændringer i dagpengesystemets generøsitet påvirker antallet af personer, der vælger at gøre brug af private forsikringer imod ledighed. En anden effekt vedrører selve deltagelsen på arbejdsmarkedet. En sådan effekt kan eksempelvis tænkes at opstå, hvis en mere generøs ledighedsforsikring gør det mere gunstigt at deltage på arbejdsmarkedet. Det kan eksempelvis dreje sig om personer på kanten af arbejdsmarkedet, der forventer perioder med ledighed, hvis de deltager på arbejdsmarkedet.

… og spille ind på tilbagetrækningsbeslutningen

Endelig er det muligt, at et mere generøst dagpengesystem gør det mere fordelagtigt for ledige, der er tæt på tilbagetrækningsalderen at begrænse deres jobsøgning og de facto trække sig tilbage fra arbejdsmarkedet. En periode på dagpenge kan således virke som et trinbræt til pensionering for opsagte personer tæt på pensionsalderen. Derud-

over kan muligheden for en lang periode med dagpenge gøre, at arbejdsgivere bliver mere tilbøjelige til at afskedige medarbejdere tæt på pensionsalderen, da det i mindre grad vil gå ud over virksomhedens omdømme når disse personer kan se frem til en relativ generøs ledighedsydelse indtil de kan gå på pension.

OPSUMMERING

Ændringer i dagpengesystemet kan af en række forskellige årsager påvirke tilgangen til ledighed. De mulige mekanismer, der er blevet diskuteret i dette afsnit, er oplistet i boks IV.1.

BOKS IV.1 MEKANISMER TIL GRUND FOR TILGANGSEFFEKTER

Der er forskellige måder, hvorpå ændringer i dagpengesystemet kan påvirke tilgangen til dagpengeledighed:

- Afledte effekter som følge af ændret jobsøgningsintensitet blandt personer i opsagte og midlertidige stillinger samt for dimittender
- Effekter via en ændret jobseparationsrate eksempelvis som følge af flere afskedigelser eller opsigelser
- Øget eller mindsket anvendelse af midlertidige hjemsendelser fra arbejdsgivernes side
- Ændringer i længden af de kontrakter, arbejdsgiverne tilbyder personer i midlertidige stillinger
- Afledte effekter på opsigelsesvarsler
- Afledte effekter på virksomhedernes jobskabelse eksempelvis som følge af højere forventede søgeomkostninger i forbindelse med opslag af nye stillinger eller som følge af ændringer i det generelle lønniveau
- Effekter som følge af øget eller mindsket tilslutning til A-kasserne
- Effekter som følge af bevægelser ind og ud af arbejdsstyrken.

Finansministeriets dagpengemodel, der diskuteres nærmere i afsnit IV.4, tager højde for en af de nævnte mekanismer – den type tilgangseffekt, der opstår, fordi overgangen til beskæftigelse svækkes for dimittender og for personer i opsagte eller midlertidige stillinger når dagpengesystemet gøres mere generøst. I det følgende afsnit IV.3 diskuteres resultaterne fra empiriske studier, der har undersøgt hvor store tilgangseffekterne er i praksis.

IV.3 EMPIRISKE UNDERSØGELSER

Afsnittet indeholder litteraturoversigt

I dette afsnit gives et overblik over den nyere litteratur, der undersøger, hvordan tilgangen af personer til ledighed påvirkes af ledighedsydelser. Gennemgangen at studierne i litteraturen danner grundlag for afsnit IV.4, der sammenligninger empirisk estimerede effektstørrelser af tilgangseffekten i litteraturen med størrelserne af tilgangseffekter i dagpengemodellen. Studierne undersøger både, om generøsiteten af ledighedsydelsessystemet har en effekt på tilgangen til ledighed, samt hvilke mekanismer der driver effekten. Først præsenteres et kort resumé af hovedkonklusionerne, der er draget på baggrund af den evidens, der er fremført i studierne. Derefter gives en mere grundig beskrivelse af studiernes resultater, metode og datagrundlag.

Oversigt medtager økonomiske studier af tilgang til ledighed

Et hovedkriterie for at et studie er medtaget i denne litteraturoversigt er, at studiet bidrager med viden om effekten af ledighedsydelser på tilgangen af personer til ledighed. Dette indbefatter først og fremmest studier, der direkte estimerer tilgangseffekter, men også en beskrivelse af nyere studier, der belyser effekter af ledighedsydelser på den aggregerede ledighed i økonomien. Oversigten er afgrænset til studier, der falder ind under den økonomiske litteratur, dvs. der ikke er søgt efter studier inden for sociologi og statskundskab.[1] I afsnittet lægges hovedfokus på at beskrive studier, der er udført fra 2015 og frem, da studier af ældre dato er beskrevet i Andersen mfl. (2015). Bortset fra et enkelt studie er alle de beskrevne studier udført på data fra andre lande end Danmark.

HOVEDKONKLUSIONER I AFSNITTET

Mere generøse ledighedsydelser øger tilgangen til ledighed

Resultaterne i den eksisterende litteratur giver anledning til tre overordnede konklusioner om den eksisterende viden om betydningen af ledighedsydelsessystemer for tilgangen til ledighed. Den første konklusion er, at mere generøse ledighedsydelser øger tilgangen til ledighed. Denne konklusion bygger på, at litteraturen indeholder en anseelig samling af både ældre og nyere empiriske studier, der nærmest entydigt konkluderer, at tilgangen til ledighed øges, hvis ledighedsydelsessystemet gøres mere generøst.

1) Søgningen på internationale studier er foretaget via *Google Scholar* på relevante søgeord. Det kan således ikke udelukkes, at der findes relevante studier, som ikke er medtaget, fordi de f.eks. ikke findes i elektronisk form.

Potentielt kan mange mekanismer have betydning for tilgangseffekten

Den anden hovedkonklusion er, at litteraturen peger på, at der er en række af mekanismer, som hver især er bestemmende for, hvor meget tilgangen til ledighed øges af en given ændring i ledighedsydelsessystemet. Dels konkluderer nogle nyere studier, at ændringer i ledighedsydelserne kan få arbejdsgiverne til at ændre adfærd, og at dette kan ske i samspil med de ansatte. Dels peger andre nyere studier på en betydelig samspilseffekt mellem pensionssystemet og ledighedsydelsessystemet og konkluderer, at et mere generøst ledighedsydelsessystem kan virke som et trinbræt til at gå på pension for ældre personer i arbejdsstyrken.

Ingen evidens for adfærdsændringer blandt opsagte

Der er derimod ikke fundet studier, som eksplicit fokuserer på den mekanisme, der ligger til grund for tilgangseffekten i dagpengemodellen. Konkret betyder dette, at der ikke er fundet studier, der belyser om ændret adfærd blandt beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger er en af de mekanismer, der gør, at ændringer i ledighedsydelsessystemet påvirker tilgangen til ledighed. Dette kan muligvis skyldes, at der ikke findes data, som muliggør sådanne undersøgelser.

Der mangler viden om mekanismernes vigtighed for tilgang

Den tredje hovedkonklusion er, at der mangler viden om, hvilke mekanismer der er mest afgørende for om tilgangen til ledighed påvirkes af generøsiteten af ledighedsydelserne. Dette skyldes blandt andet, at der som nævnt ovenfor er fundet evidens for, at en række mekanismer har betydning for, hvor meget ledighedsydelser påvirker tilgangen til ledighed. Det betyder, at det med den nuværende viden på området er vanskeligt at vurdere, om specifikke ændringer i dagpengesystemet kan forventes at have store eller små effekter på tilgangen til ledighed. Dette skyldes, at disse forventninger ideelt set bør hvile på antagelser om, hvilke mekanismer der vil være de primære drivkræfter bag en effekt.

TENDENSER I LITTERATUREN OM BESKÆFTIGELSESEFFEKTER AF LEDIGHEDSYDELSER

Fokus på andre mekanismer end adfærd blandt ledige

Inden studierne af tilgangen til ledigheden beskrives nedenfor, er det formålstjeneligt at nævne, at disse studier kan ses som en del af en mere generel tendens i den samlede litteratur, der undersøger hvordan ledighedsydelser påvirker ledigheden. Litteraturen har således bevæget sig væk fra et mere snævert fokus på, hvordan ledighedsydelsessystemet kan påvirke adfærden blandt ledige, og dermed afgangen fra ledighed til beskæftigelse. Nyere studier har i stedet belyst andre mekanismer, der hver især kan være en drivkraft bag, at ledighedsydelser påvirker ledigheden. Zweimüller (2018) konkluderer, at nye fokuspunkter i litteraturen har betydet, at der nu kan tegnes et mere nuanceret

billede af den samlede effekt på strukturel ledighed og beskæftigelse ved ændringer i ledighedsydelsessystemet.

Øget fokus på aggregerede beskæftigelses-effekter

En af de centrale tendenser i litteraturen kan ses i en række nyere empiriske studier, der fokuserer på de aggregerede beskæftigelseseffekter af ændringer i generøsiteten af ledighedsydelser fremfor på den enkelte lediges sandsynlighed for at overgå fra ledighed. Disse studier forsøger således at måle den samlede effekt af ydelsesændringer på ledigheden, hvilket opsamler betydningen af samtlige mekanismer, der skaber denne effekt.

Svensk studie finder store aggregerede effekter …

Fredriksson og Söderström (2020) undersøger eksempelvis de aggregerede effekter af en reform af ledighedsydelserne i Sverige. Studiets hovedresultat er, at antallet af ledige stiger med 3 pct. som følge af en stigning i ledighedsydelsernes kompensationsgrad på 1 pct. Denne makroelasticitet vises at være dobbelt så stor som den effekt, der alene kommer af adfærdsændringer blandt ledige. Forfatterne spekulerer i, at øget tilgang til ledighed kan være en mulig årsag til forskellene mellem effekter på mikro- og makroøkonomisk niveau. Dette underbygges dog ikke med selvstændige empiriske analyser.

… mens studier fra USA har blandede konklusioner

Derudover har en række studier undersøgt de aggregerede beskæftigelseseffekter af ændringer i ledighedsydelser i USA. Dette gøres ved at sammenholde udviklingen i ledighed på begge sider af grænserne, der adskiller to amerikanske *counties* (kommuner), hvoraf ledighedsydelserne kun ændres i det ene *county*.[2] Der er stor forskel i konklusionerne i disse studier. Der er således studier, der konkluderer, at de aggregerede ledighedseffekter er markant større end estimater på individniveau, såsom Hagedorn mfl. (2019), og der er studier der finder, at de aggregerede effekter er af mindre betydning såsom Boone mfl. (2021). Dieterle mfl. (2020) påpeger, at disse forskelle kan skyldes metodiske svagheder ved de analysedesign, som anvendes i studierne.

Seneste studie fra USA finder dog store aggregerede effekter på tilgang til ledighed

Karahan mfl. (2022) analyserer også de aggregerede ledighedseffekter af ændringer i den potentielle ydelsesperiode. Studiet studerer udviklingen i ledighed i staten Missouri før og efter en lovændring, der forkortede den potentielle ydelsesperiode i denne stat. Ved at bruge data for udviklingen i ledigheden i sammenlignelige stater, med uændrede regler for ledighedsydelser, estimerer studiet den sandsynlige udvikling i ledigheden i Missouri, hvis lovændringen ikke havde fundet sted. Studiet konkluderer, at ledighedsprocenten falder med ca. 1 pct.point som følge af en forkortelse af den potentielle ydelsesperiode

2) En oversigt og diskussion af disse studier findes i Dieterle mfl. (2020).

med 16 uger. Desuden konkluderer studiet, at ændret afgang til beskæftigelse blandt ledige højest kan forklare halvdelen af den aggregerede effekt.

Øget fokus på tilgangen til ledighed

I litteraturen er der kommet et stigende fokus på andre effekter af ledighedsydelser end den effekt, der er på lediges afgang til beskæftigelse. En del af denne tendens i litteraturen er, at flere studier undersøger, om ledighedsydelserne har en effekt på tilgangen af personer til ledighed. Samtidigt er der flere studier, som undersøger, hvilke mekanismer der kan forklare, at disse tilgangseffekter opstår. Disse studier beskrives nærmere i resten af dette afsnit.

BESKRIVELSE AF STUDIER AF LEDIGHEDSYDELSER OG TILGANGEN TIL LEDIGHED

Tre typer af studier i litteraturen

Studierne, der beskrives i det følgende, kan deles op i tre grupper, som undersøger effekter på tilgangen til ledighed af

- opnåelse af retten til ledighedsydelser
- ændringer i den potentielle længde af perioden, hvor der kan modtages ledighedsydelser
- ændringer i niveauet for ledighedsydelser.

Alle tre typer studier bidrager med relevant viden om tilgangseffekter

Alle studierne har dog det til fælles, at de belyser, hvordan ydelsesændringer påvirker sandsynligheden for, at personer tilgår ledighed. Eksempelvis kan en forlængelse af perioden med ledighedsydelser forstås som et løft i ydelsesniveauet i periodeforlængelsen, hvor størrelsen af løftet afhænger af niveauet for den alternative ydelse, f.eks. størrelsen af kontanthjælp i en dansk sammenhæng. Alle tre typer af studier er derfor relevante for konsekvensvurderinger af ændringer i dagpengereglerne, og formålet med opdelingen er derfor primært at klargøre, hvordan ydelsesniveauet ændres for ledige i det konkrete studie.

Kun summarisk gennemgang af studier fra før 2015

Som en del af dagpengekommissionens arbejde blev der i 2015 udført en litteraturoversigt, jf. Andersen mfl. (2015). Studier fra perioden før 2015 behandles derfor kun overfladisk i nærværende litteraturoversigt, der i stedet fokuserer på den del af litteraturen, der er udført fra 2015 og frem.

Blandet konklusion i litteratur-gennemgang fra 2015

Andersen mfl. (2015) drager to hovedkonklusioner om tilgangseffekter. For det første konkluderes det, at når personer opnår retten til ledighedsydelse øges deres tilgang til ledighed, og at litteraturen ikke giver noget præcist svar på, hvad der skaber denne effekt. Denne konklusion baseres på 11 studier, der alle fremfører evidens, som understøtter denne konklusion. For det andet konkluderer Andersen mfl. (2015), at der i 2015 var en relativ beskeden litteratur, som ikke gav nogen klar indikation af, om ændringer i ydelsesniveau eller af den potentielle periode med ledighedsydelser påvirker tilgangen til ledighed. Gennemgangen indeholder tre studier, der undersøger effekten af ydelsesniveauet på tilgangen til ledighed, hvoraf ét studie finder en positiv effekt mens effekterne i de andre to studier ikke er statistisk signifikante. Gennemgangen indeholder ni studier, der undersøger effekten af længden af den potentielle periode med ledighedsydelse på tilgangen til ledighed. Heraf finder syv af studierne, at en længere potentiel ydelsesperiode øger tilgangen, mens effekterne i de resterende to studier ikke er statistisk signifikante.

EFFEKTER AF AT OPNÅ RET TIL LEDIGHEDSYDELSE

Syv nye studier af effekten af berettigelse til ledighedsydelser

Siden 2015 er der udført syv nye studier, der underbygger resultaterne fra tidligere studier ved entydigt at konkludere, at tilgangen til ledighed øges som følge af at personer opnår retten til ledighedsydelser. Denne nye bølge af studier er særlig interessant, da den biddrager med ny viden om de mekanismer, der kan være årsag til, at ændringer i ledighedsydelser generelt påvirker tilgangen til ledighed.

Uklart hvor meget estimater siger om strukturel ledighed …

Flere af studierne undersøger, om tilgangen til ledighed ændres omkring det tidspunkt, hvor retten til ledighedsydelsen er optjent. Deres design giver derfor begrænsede fortolkningsmuligheder; det er således uklart ud fra disse studier, om retten til ledighedsydelse primært påvirker, hvornår beskæftigede personer overgår til ledighed, eller om resultaterne er foreneligt med en effekt på den aggregerede overgang fra beskæftigelse til ledighed og dermed på den strukturelle ledighed.

… da de kan følge af en marginal udskydelse af ledighedstidspunkt

Dette skyldes, at designet i disse studier grundlæggende bygger på at sammenligne tilgangen til ledigheden for to grupper; én gruppe af personer, der er tætte på at være, men ikke er, berettigede til ledighedsydelser, og en anden gruppe af personer, der netop ér berettigede. En del af årsagen til en forskel i tilgangen til ledighed mellem disse to grupper kan være, at personer, der er tæt på at være berettiget til ledighedsydelser, er i stand til at udskyde ledighedstidspunktet en smule, for at ledighedsydelsen kan opnås. Hvis dette er den primære årsag til forskel mellem grupperne, betyder det, at effekterne i studierne ikke

direkte kan overføres til en effekt af berettigelse til ledighedsydelse blandt alle ledige. Dog dokumenterer studierne, at arbejdsgivere og beskæftigede reagerer på en ændring af reglerne for ledighedsydelser.

Dansk studie underbygger konklusion i norsk studie

I Rasmussen og Pedersen (2019) undersøges effekten af ret til dagpenge på tilgangen til ledighed ved brug af danske registerdata. Analysen sammenligner personer, der netop opfylder beskæftigelseskravet for dagpenge med personer, der lige præcis ikke opfylder kravet. Studiet konkluderer, at berettigelsen til dagpenge øger den ugentlige tilgangsrate mellem 33 pct. og 50 pct. Dette resultat underbygger resultatet i Falch (2015a), som benytter samme metodiske tilgang til at estimere effekten af ret til ledighedsydelse på tilgangen til ledighed i Norge og finder lignede effektstørrelser.

Øget tilgang til ledighed kan skyldes adfærdsændringer blandt arbejdsgivere …

I Albanese mfl. (2020) studeres effekterne på jobseparationsraten af at være berettiget til dagpenge på baggrund af data fra Italien. Ud over et krav om mindst ét års beskæftigelse ud af de seneste to kalenderår, skal ledige i Italien have mindst én dags beskæftigelse i perioden fra to kalenderår og længere tilbage i tid for at være berettiget til ledighedsydelse. Studiet sammenligner sandsynligheden for jobseparation mellem beskæftigede, der opfylder "ét-dages-kravet", og beskæftigede der ikke gør, men ellers er ens på observerbare karakteristika. Studiet dokumenterer, at retten til ledighedsydelser øger sandsynligheden for jobseparation med 12 pct. Studiet fremfører også evidens, der er konsistent med, at denne effekt primært opstår som følge af adfærdsændringer på arbejdsgiversiden. Dermed er studiets konklusion på linje med den tidligere empiriske litteratur på området.

… og indirekte aftale mellem arbejdsgivere og ansatte

Cravo mfl. (2020) undersøger effekten af reformer af ledighedsydelsessystemet i Brasilien, der øgede kravet til længden af beskæftigelsesperioden for at være berettiget til ledighedsydelser. Studiet konkluderer, at reformerne sænkede jobseparationsraten, og at dette blandt andet kan forklares ved mindre grad af indirekte aftaler mellem arbejdsgivere og ansatte, der har til formål at udnytte de økonomiske gevinster ved ledighedsydelser.

Samme effekt findes i Frankrig, som skabes af ændringer i kontraktlængder …

Brébion mfl. (2021) konkluderer, at virksomhedernes adfærd er helt central for tilgangseffekternes størrelse. Studiet undersøger effekterne på jobseparation af en reform i Frankrig. Reformen sænkede kravet for at være berettiget til ledighedsydelse fra 6 måneders beskæftigelse inden for de seneste 22 måneder til 4 måneders beskæftigelse inden for de seneste 28 måneder. Studiet finder, i lighed med andre studier, at jobseparationsraten stiger omkring tidspunktet, hvor berettigelsen til ledighedsydelsen er optjent. Studiet dokumenterer, at denne effekt alene er skabt som følge af, at mange kontrakter forkortes fra seks til

fire måneder, hvilket afspejler forkortelsen i beskæftigelseskravet for berettigelse til ledighedsydelse.

… og at timingen af opsigelsen planlægges

Khoury (2021) konkluderer, at timingen i jobseparationen er påvirket af tidspunktet for, hvornår ansatte bliver berettiget til ledighedsydelser. Studiet bidrager til litteraturen ved at fremføre evidens, der tilsiger, at arbejdsgivere og arbejdstagere, ved at planlægge timingen af opsigelsen, deler gevinsterne, der kommer af mere generøse ledighedsydelser. Studiet viser, at gevinsten på arbejdstagersiden primært tilfalder personer med længere uddannelse og større tilknytning til arbejdsmarkedet.

Tilgangseffekt fra berettigelse til ledighedsydelser stiger med ydelsesniveauet

Ved at analysere data fra Portugal viser Martins (2021), at sandsynligheden for at overgå til ledighed stiger markant omkring tidspunktet, hvor personen har optjent retten til ledighedsydelser. Dette bekræfter resultaterne i tidligere studier, der har vist, at timingen af jobseparationen er påvirket af tidspunktet, hvor beskæftigede bliver berettigede til ledighedsydelser. Studiet viser også, at effekten er større blandt personer, der kan opnå en højere kompensationsgrad, hvilket tilsiger, at niveauet af ledighedsydelser påvirker længden af et ansættelsesforhold. Studiet dokumenterer dog ikke, om denne effekt omsættes i en højere aggregeret tilgangsrate fra beskæftigelse til ledighed.

EFFEKTER AF LÆNGDEN AF POTENTIEL YDELSESPERIODE

Tysk studie evaluerer Hartz-reformerne af tysk ledighedssystem …

Studiet af Hartung mfl. (2020) fremstår som ét af tre nyere studier, der set i forhold til den hidtidige litteratur, giver solidt empirisk belæg for betydelige tilgangseffekter som følge af ændringer i den potentielle periode, ledige kan opnå ledighedsydelser. Studiet tager udgangspunkt i de såkaldte Hartz-reformer i Tyskland, der skabte store ændringer af det tyske arbejdsmarked. En del af disse reformer, Hartz IV, indbefattede et markant skifte i ydelserne til ledige. Før reformen var systemet kendetegnet ved en lang potentiel periode med ledighedsydelser, der afhang af løn under beskæftigelse. Dette blev ændret til relativt korte perioder med ledighedsydelser, hvorefter ledige overgår til andre understøttelsesydelser, som afhænger negativt af den personlige formue, parallelt til det danske kontanthjælpssystem.

… og finder, at ¾ af effekten på ledighed skyldes ændret tilgang til ledighed

Hartung mfl. (2020) estimerer, at reformen sænkede den strukturelle ledighedsprocent med ca. 33 pct., og at ¾ af denne effekt kan tilskrives mindsket tilgang til ledighed. Disse konklusioner drages på baggrund af en kalibreret strukturel model. Med denne model estimerer Hartung mfl. (2020), at reformen, der primært betød en markant forkortning af perioden med de høje ledighedsydelser, reducerede den månedlige

rate af beskæftigede, der tilgår ledighed med ca. 29 pct. Før reformen var denne månedlige tilgangsrate i Tyskland på 0,5 pct., hvilket betyder, at 0,5 pct. af beskæftigede personer tilgår ledighed i løbet af en måned.

Stærk evidens fra Østrig; længden af ydelsesperiode påvirker tilgang

Jäger mfl. (2021) er det andet centrale nye studie, der finder betydelige tilgangseffekter. I studiet estimeres tilgangseffekterne af en reform i Østrig, der forkortede den potentielle periode med ledighedsydelser fra fire til et år for beskæftigede over 50 år. Ved at bruge et *difference-in-differences*-design dokumenterer studiet, at den treårige forkortelse af perioden med ledighedsydelse reducerede tilgangsraten med 27 pct.[3]

Samspil mellem ledighedsydelser og pensionsydelser

En potentiel begrænsning ved Jäger mfl. (2021) er, at effekterne er estimeret blandt ældre personer. Som påpeget i både Inderbitzin mfl. (2016) og Arranz og García-Serrano (2020) kan ledighedsydelser virke som et trinbræt til at gå på pension for ældre, opsagte personer. Begge studier konkluderer, at denne mekanisme er central for, at de analyserede ændringer af den potentielle ydelsesperiode påvirkede tilgangen til ledighed. Denne mekanisme blandt ældre tilsiger isoleret set, at de estimerede effektstørrelser vil være større blandt ældre personer, end hvad man ville finde blandt yngre personer. De nyere studier af tilgangseffekter af en længere potentiel ydelsesperiode tilsiger således, at størrelsen af tilgangseffekterne er betydelige, og at de i særlig grad skyldes ændret adfærd blandt ældre beskæftigede.

Uklare effekter af ydelsesperiode i norsk studie

Studiet af Falch (2015b) undersøger effekten af en reform, der forkortede den potentielle periode med ledighedsydelser i Norge. I studiet konkluderes det, at forkortelsen af perioden ikke havde en statistisk signifikant effekt på tilgangen til ledighed. Studiet bruger et *difference-in-differences*-design og sammenligner udviklingen i tilgangen til ledighed i en gruppe, der får forkortet den potentielle periode med ledighedsydelser med udviklingen i en sammenligningsgruppe, hvor den potentielle periode med ledighedsydelser forbliver uændret. Studiets design hviler på antagelsen om, at tilgangen til ledighed ville have udviklet sig ens i de to grupper, hvis ydelsesperioden ikke var blevet forkortet. De gængse test, der skal underbygge denne antagelse fremføres ikke i studiet. Derudover nævnes det i studiet, at analysen er udført på personer, der optræder i en snæver del af indkomstfordelingen, hvilket gør det vanskeligt at overføre resultaterne til en konklusion om tilgangseffektens størrelse for hele populationen.

3) Denne effekt er målt som ændringen i tilgangsraten over 5 år, dvs. ændringen i den andel af de initialt beskæftigede, der over en femårige periode tilgår ledighed. Denne femårige tilgangsrate ændrer sig fra 51,4 pct. til 40,5 pct. som følge af forkortelsen af ledighedsperioden.

EFFEKTER AF LEDIGHEDSYDELSENS NIVEAU

Ældre studier finder tegn på tilgangseffekter

Feldstein (1978), Topel (1983) og Anderson og Meyer (1994) er alle ældre amerikanske studier, der viser en signifikant sammenhæng mellem højere ledighedsydelser og øget tilgang til ledighed. På baggrund af en gennemgang af ældre studier konkluderer Atkinson og Micklewright (1991), at strømmen af personer, som går fra beskæftigelse til ledighed, øges, hvis ledighedsydelserne forhøjes.[4]

Ældre studier har mindre fokus på at identificere kausale effekter

Der er over tid sket betydelige metodemæssige forbedringer i den empiriske litteratur inden for den økonomiske videnskab, hvor der er kommet et øget fokus på at identificere kausale effekter. Dette er også tilfældet i litteraturen, der undersøger effekten af ledighedsydelser på tilgangen til ledighed. De ovennævnte studier af ældre dato er derfor generelt set mindre tilbøjelige til at benytte analysedesign, der i dag regnes for at være de bedst egnede til at identificere kausale effekter. Resultaterne i disse studier skal derfor tolkes varsomt. Studierne peger dog i samme retning som nyere studier, hvilket øger den samlede evidens, der taler for, at mere generøse ledighedsydelser vil øge tilgangen til ledighed.

Nyt norsk studie finder positiv effekt på tilgang af højere ydelse

Falch (2015c) er det eneste fundne studie af nyere dato, der undersøger, om ledighedsydelsens niveau påvirker tilgangen til ledighed. På baggrund af norsk registerdata benytter studiet, at reglerne for ledighedsydelser i Norge betød, at en persons ydelsesniveau afhang af antallet af arbejdstimer det seneste kalenderår. For studerende og immigranter, der kommer ind i arbejdsstyrken på forskellige tidspunkter i løbet af et kalenderår, kan denne lovgivning potentielt skabe variation i ydelsesniveauet, som har karakter af et eksperiment. Falch (2015c) rapporterer, at en stigning i ydelsesniveauet på 10 pct. øger den månedlige tilgangsrate med ca. 1,7-1,8 pct.[5] Et interessant delresultat i studiet er, at effekten blandt studerende og immigranter er i samme størrelsesorden.

4) Derudover nævnes der i gennemgangen, at der findes studier, der undersøger den samlede tilgang til ledighed, dvs. både fra beskæftigelse og andre tilstande, eksempelvis studerende. Disse studier finder ingen sammenhængen mellem ydelsesniveauer og den samlede tilgang til ledighed. Da studierne er baseret på tidsserieanalyser, er det vanskeligt at foretage kausale fortolkninger af resultaterne.

5) Falch (2015c) undersøger også, om effekten at en højere ydelse kan opdeles i en del, der kommer fra at gå fra ingen ledighedsydelse til at få en positiv ledighedsydelse, dvs. en effekt af ret til ledighedsydelse, og en effekt fra at øge ydelsesniveauet blandt dem, der er berettiget. I denne delanalyse mister effekten af højere ydelse blandt berettigede statistisk signifikans, selvom den estimerede effektstørrelse næsten er uændret. Dette kan skyldes, at de to effekter er svære at estimere samtidig givet den variation, der er i det benyttede datasæt. Effekten er stadig signifikant hvis der kun ses på personer, der arbejder i mindre virksomheder.

Beskæftigedes jobsøgning falder, hvis ydelser stiger

Andre studier bidrager med evidens, der mere indirekte taler for, at et højere ydelsesniveau øger tilgangen til ledighed. En del af litteraturen undersøger specifikt, om søgningen efter nye stillinger blandt beskæftigede er påvirket af ledighedsydelsernes niveau. Gutierrez (2014) er det seneste studie af denne art. Studiet undersøger, hvordan jobsøgning blandt beskæftigede i USA afhænger af ledighedsydelserne og konkluderer, at højere ledighedsydelse sænker søgeintensiteten blandt beskæftigede og at denne påvirkning er stærkest hos personer, der i højere grad forventer, at de er i risiko for at miste deres job. Disse resultater er konsistent med, at højere ledighedsydelser vil betyde, at færre vil nå at finde beskæftigelse efter opsigelse og dermed øge tilgangen til ledighed.

IV.4 MINISTERIERNES REGNEPRINCIPPER FOR TILGANGSEFFEKTER

I det følgende forklares det, hvordan de økonomiske ministerier beregner tilgangseffekter ved ændringer af dagpengeregler, og de centrale antagelser i beregningsgangen udpeges. Derefter vises det, at ministeriernes skøn for tilgangseffekten ikke stemmer overens med resultater fra forskningslitteraturen.

Effekter af dagpengeændringer opgøres i dagpengemodellen

De økonomiske ministerier anslår effekterne af ændringer af dagpengeregler med baggrund i den såkaldte dagpengemodel, der blev udviklet i 2015 i forbindelse med dagpengekommissionens arbejde, jf. Dagpengekommissionen (2015).

Tilgangseffekt baseres på én mekanisme

Afsnit IV.2 beskriver en række forskellige mekanismer, som forskningslitteraturen har peget på kan spille en rolle for størrelsen af en ændret tilgang til dagpenge. Ministeriernes beregningsgang for tilgangseffekten baserer sig på én af disse mekanismer; ændrede dagpengeregler antages at påvirke sandsynligheden for at finde et nyt job for beskæftigede på vej ind i dagpengesystemet og dimittender. Mekanismen er modelleret ved dels at antage et grundforløb for afgangen til nyt job i perioden 0-26 uger før et eventuelt dagpengeforløb påbegyndes, og dels anvende estimerede adfærdseffekter af ydelsesændringer i dagpengesystemet. Begge dele gennemgås i det følgende.

Centrale adfærdseffekter er indlejret i effekttrappen …

De centrale adfærdseffekter for ministeriernes regneregler ved ændringer af dagpengereglerne er indlejret i den såkaldte effekttrappe. Denne angiver, hvor meget en ydelsesændring påvirker sandsynligheden for, at en dagpengeledig overgår til beskæftigelse i perioden op til og umiddelbart efter ydelsesændringen.[6] Som nævnt i afsnit IV.2 er det forventeligt, at overgangen til beskæftigelse forøges frem imod en ydelsesnedgang. Det kan eksempelvis skyldes, at ledige søger mere intensivt efter job, jo tættere de kommer på ydelsesnedgangen.

… fra 78 uger før en ydelsesændring og indtil 26 uger efter

De konkrete effektstørrelser, der er indeholdt i effekttrappen, er baseret på en mikroøkonometrisk undersøgelse af ændringerne af dagpengesystemet over perioden 2010-14, herunder ikke mindst forkortelsen af dagpengeperioden, jf. boks IV.2. Effekttrappen indebærer blandt andet, at afgangen fra dagpenge til beskæftigelse forøges begyndende fra 78 uger inden en ydelsesreduktion, og indtil 26 uger efter ydelsesreduktionen, jf. figur IV.1. At det netop er i denne periode, der indregnes adfærdseffekter i effekttrappen, skyldes, at det er for denne periode, der findes statistisk signifikante effekter på afgangen fra ledighed i den mikroøkonometriske undersøgelse.

BOKS IV.2 DET EMPIRISKE GRUNDLAG FOR EFFEKTTRAPPEN

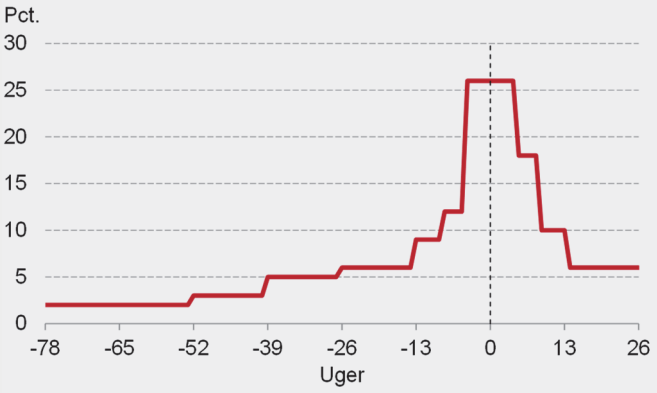
De adfærdseffekter, som effekttrappen afspejler, er baseret på en mikroøkonometrisk undersøgelse af konsekvenserne af ændringer i dagpengesystemet i perioden 2010-14, jf. Dagpengekommissionen (2015). Disse ændringer bestod primært af en reduktion af den maksimale dagpengeperiode fra fire til to år, der fik virkning fra juli 2010. En person, der havde været ledig siden sommeren 2009, endte eksempelvis med at have en maksimal dagpengeperiode på tre år, mens en person, der blev ledig i sommeren 2010 endte med at have en maksimal dagpengeperiode på to år. For dagpengemodtagere, der opbrugte deres dagpengeperiode i perioden 2012 til 2015, blev der indført en række midlertidige ordninger, som de facto virkede som forlængelser af dagpengeretten, men i nogle tilfælde med et lavere ydelsesniveau.

Denne variation i størrelsen af ydelsesnedgangen og tidspunktet for, hvornår ydelsesnedgangen fandt sted for forskellige ydelsesmodtagere, udnyttes i den økonometriske undersøgelse. Her estimeres en såkaldt varighedsmodel, hvor der blandt andet tages højde for individspecifikke forhold, hvor langt den enkelte ledige er i sin dagpengeperiode, den lediges aktuelle ydelsesniveau og de ydelsesniveauer vedkommende har udsigt til. Det er effekten af sidstnævnte, der opfanges i de adfærdseffekter, der samles i den såkaldte effekttrappe.

6) Der anvendes ligeledes en separat effekttrappe for overgangen fra dagpengeledighed til andet end beskæftigelse (selvforsørgelse, andre offentlige indkomstoverførsler mv.).

FIGUR IV.1 DAGPENGEMODELLENS EFFEKTTRAPPE

Effekttrappen viser adfærdseffekter fra 78 uger inden en ydelsesændring op til 26 uger efter. Ved en ydelsesnedgang på 10 pct. vil afgangen fra dagpenge til beskæftigelse stige 26 pct. lige før overgangen til den lavere ydelse.



Anm.: Ugenummer 0 angiver tidspunktet for ydelsesændringen.

Kilde: Dagpengekommissionen (2015).

TILGANGSEFFEKT I DAGPENGEMODELLEN

Grundforløb for tilgangseffekter konstrueres

Tilgangseffekter i dagpengemodellen bygger på, hvorvidt personer på vej ind i dagpengesystemet finder beskæftigelse, inden de påbegynder en dagpengeperiode. Her er der imidlertid den udfordring, at der hverken findes viden om, hvor mange personer, der på et givet tidspunkt potentielt er på vej ind i dagpengesystemet, eller hvor store deres afgangsrater til beskæftigelse er. Der konstrueres derfor et grundforløb for afgangsraterne til beskæftigelse for beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger, jf. boks IV.3.

BOKS IV.3 OPGØRELSE AF TILGANGSEFFEKTER

Dagpengekommissionen har opgjort, hvor stor en andel af dagpengemodtagerne, der uge for uge afgår fra dagpenge til beskæftigelse. Dette er vist med den grønne kurve i figur A; den viser eksempelvis, at 3,6 pct. af de ledige finder beskæftigelse i den første uge af dagpengeperioden, og at denne andel stiger svagt frem mod ca. 10. uge i dagpengeperioden, for siden at falde i en periode.

For at konstruere de grundlæggende afgangsrater for personer på vej ind i dagpengesystemet (den røde kurve i figur A), gøres følgende antagelser:

- Afgangsraten til beskæftigelse antages at være nul 26 uger før et dagpengeforløb påbegyndes, dvs. at den røde kurve er nul på dette tidspunkt
- Afgangsraten fra 26 uger før dagpengeforløbet antages at vokse lineært frem mod første uge af dagpengeperioden
- Afgangsraten til beskæftigelse lige inden dagpengeforløbet påbegyndes antages at være sammenfaldende med afgangsraten lige efter dagpengeforløbet er påbegyndt, dvs. at den røde og grønne kurve mødes ved uge 0.

Det bemærkes, at der mangler empirisk evidens for alle tre antagelser; eksempelvis er det usikkert, om den røde og den grønne kurve bør mødes på samme niveau. Dagpengemodtagere har f.eks. mere tid til jobsøgning, hvilket tilsiger, at deres afgangsrate er højere. Omvendt kan beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger intensivere jobsøgningen frem mod start af dagpengeperioden for at undgå en indkomstnedgang og mulige krav fra den aktive beskæftigelsesindsats.

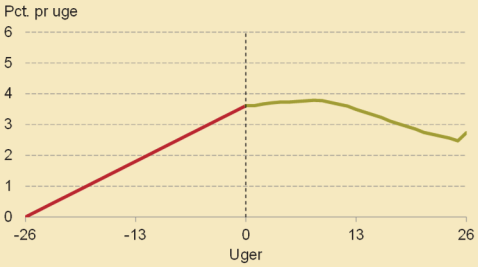
Når effekterne af ændringer i dagpengesystemet skal vurderes, tages der udgangspunkt i grundforløbet vist i figur A, og effekttrappen i figur IV.1 i hovedteksten anvendes for at skabe et alternativt forløb ved en ydelsesændring på et givet tidspunkt i dagpengeperioden.

I en situation, hvor dagpengesatsen reduceres med 10 pct. i hele dagpengeperioden, angiver effekttrappen eksempelvis, at grundforløbets afgangsrate vil blive forøget med omtrent 26 pct. i starten af ledighedsperioden, jf. figur IV.1 i hovedteksten. Det fører til et alternativforløb, der ligger omtrent 26 pct. højere end grundforløbet på det tidspunkt, hvor dagpengeperioden starter. Ligeledes forøges afgangsraten til beskæftigelse med omtrent 10 pct. for personer, der er 10 uger fra at påbegynde en dagpengeperiode. Tilsvarende anvendes effekttrappens øvrige værdier for de øvrige tidspunkter.

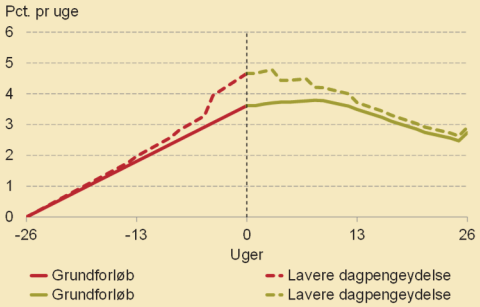
BOKS IV.3 OPGØRELSE AF TILGANGSEFFEKTER, FORTSAT

Dette giver anledning til figur B, der viser både grundforløbet (som er identisk med forløbet i figur A) og alternativforløbet med en lavere dagpengesats. Forskellen mellem disse to kurver angiver effekten på afgangsraten til beskæftigelse som følge af reduktionen af dagpengesatsen. For personer, der er indtrådt i dagpengesystemet (dvs. til højre for uge 0) er der her tale om afgang fra ledighed til beskæftigelse, mens der for personer, som endnu ikke er indtrådt i dagpengesystemet (dvs. til venstre for uge 0) er tale om afgang fra f.eks. opsagt beskæftigelse til ny beskæftigelse. For denne gruppe vil de forøgede afgangsrater til beskæftigelse medføre, at færre vil tilgå dagpengesystemet, fordi de når at finde job, inden de ellers ville indtræde i dagpengesystemet. Her er altså tale om et fald i tilgangen til dagpengesystemet som følge af reduktionen i dagpengesatsen.

FIGUR A **AFGANGSRATER TIL BESKÆFTIGELSE**



FIGUR B **AFGANGSRATER TIL BESKÆFTIGELSE, REDUKTION I DAGPENGEYDELSEN**



Anm.: Figuren til venstre viser en illustration af afgangsraten til beskæftigelse for personer på vej ind i dagpengesystemet (den røde kurve) givet afgangsraterne for ledige i dagpengesystemet (den grønne kurve). Sidstnævnte er kun vist frem til uge 26 i dagpengeperioden. Figuren til højre viser i tillæg hertil afgangsraterne ved en reduktion i dagpengeniveauet på 10 pct. i hele perioden.

Kilde: Dagpengekommissionen (2015) og Finansministeriet (2021).

Hvis der i stedet var regnet på en forhøjelse af ydelsen, ville alternativforløbet have ligget under grundforløbet, hvormed effekten på afgangsraten til beskæftigelse havde været negativ, og tilgangen til dagpengesystemet ville derfor være steget.

Tilgangseffekter fra op til et halvt år før et dagpengeperiode påbegyndes

Med de antagelser, som opgørelsen af tilgangseffekter baseres på, vil ændringer i dagpengesystemet indenfor de første 78 uger af et dagpengeforløb kunne påvirke sandsynligheden for at komme i ny beskæftigelse for personer på vej ind i dagpengesystemet i op til seks måneder før en eventuel dagpengeperiode påbegyndes.[7] Det begrundes med, at den typiske opsigelsesperiode i Danmark er på op til seks måneder.

Ved dagpengeændringer ændres afgang til beskæftigelse inden dagpengeperiode

Tilgangseffekterne beregnes ved at opgøre ændringen i antallet af personer, som påbegynder et dagpengeforløb. Helt konkret gøres dette ved at bruge estimater fra effekttrappen til at beregne, hvor meget afgangsraterne til beskæftigelse for personer på vej ind i dagpengesystemet ændres. Hvis dagpengereglernes generøsitet eksempelvis forøges, vil afgangsraten fra opsagt eller midlertidig beskæftigelse til fast beskæftigelse falde, hvilket medfører, at tilgangen til dagpengeledighed vil stige.

Kun tilgangseffekt fra ændringer i starten af dagpengeperioden

Anvendelse af effekttrappens adfærdseffekter medfører, at ændringer i dagpengesatsen tidligt i dagpengeperioden vil få konsekvenser for tilgangen til dagpenge, mens ændringer i slutningen af dagpengeperioden (efter 78 uger) ikke vil påvirke tilgangen til dagpenge.

Tilgangseffekter for delgrupper skaleres

I dagpengemodellen kan der kun anvendes gennemsnitseffekter for befolkningen, hvilket skyldes, at modellen ikke indeholder forskellige socioøkonomiske grupper af ledige f.eks. opdelt på alder og uddannelsesniveau. Dette modeldesign betyder, at der for politikændringer for delgrupper på arbejdsmarkedet skal gøres antagelser om, hvordan ændringer i dagpengereglerne for en given gruppe kan oversættes til gennemsnitlige ændringer i befolkningen. I dagpengemodellen gøres dette ved at omregne ydelsesændringen for en gruppe (f.eks. dimittender) til en gennemsnitlig ydelsesændring for hele dagpengebestanden. Denne antagelse betyder eksempelvis, at der indregnes en stigning i ydelserne på 5 pct. for hele dagpengebestanden, hvis en gruppe, der fylder 50 pct. af dagpengebestanden, oplever en stigning i ydelsesniveauet på 10 pct.[8]

7) Ændringer, der vedrører studerende, antages at påvirke deres sandsynlighed for at komme i beskæftigelse inden modtagelse af dimittenddagpenge.

8) Dette eksempel gælder kun eksakt når delgruppen i udgangspunktet modtager den gennemsnitlige dagpengesats. Hvis delgruppen, f.eks. dimittender, modtager en lavere sats i udgangspunktet, vil den anvendte ydelsesændring i dagpengesystemet som helhed være lavere end i eksemplet.

Skalering af tilgangseffekter kan give betydelige fejlskøn

Denne fremgangsmåde indebærer fejlskøn, som er proportionale med ændringen i afgangsraten, og ved store ændringer i denne kan fejlskønne blive betydelige. Ændringer i dagpengeregler for en del af arbejdsstyrken betyder, at denne gruppe gennem adfærdsændringer vil udgøre en forandret andel af bestanden af ledige. Dette betyder, at ændringen i afgangsraten for alle opsagte personer kan afvige markant fra ændringen i afgangsraten for den gruppe der ændrer adfærd, jf. Vaupel og Yashin (1985).

For dimittender halveres adfærdseffekt

Ved konsekvensvurderinger af ændrede dagpengeregler, der vedrører dimittender, halveres tilgangseffekten fra dagpengemodellen. Dette sker ud fra et argument om, at tilgangseffekten for dimittender må formodes at være mindre end for gruppen af dagpengemodtagere under ét, da de kommer fra et lavere ydelsesniveau, jf. Dagpengekommissionen (2015). Der er dog ikke fundet empirisk evidens, der underbygger denne justering.

Dagpengemodel medtager ikke effekt på jobseparationer

Dagpengemodellen tager alene højde for tilgangseffekter til dagpengesystemet som følge af adfærdsændringer blandt personer på vej ind i dagpengesystemet. Dermed ser modellen bort fra en mulig effekt af ændringer af dagpengeregler på den såkaldte jobseparation, dvs. et ændret antal opsigelser eller afskedigelser, hvilket forskningslitteraturen identificerer som en mulig effekt, jf. afsnit IV.2 og IV.3.

Dagpengemodel ser bort fra effekt på jobskabelse

I opgørelsen af tilgangseffekter ses der ligeledes bort fra, at situationen på arbejdsmarkedet skabes i et samspil mellem beskæftigede og arbejdsgivere. En højere dagpengesats kan øge tilgangen af personer til dagpengesystemet, men kan samtidig også reducere jobskabelsen i form af antallet af opslåede ledige stillinger i økonomien, jf. afsnit IV.2. Dette kan øge ledigheden og mindske beskæftigelsen og den samlede aktivitet i økonomien. Det kan derfor være misvisende udelukkende at fokusere på den direkte til- og afgang i dagpengesystemet i konsekvensvurderingerne.

Dagpengemodel ser bort fra afledte effekter af ændret jobsøgning

De anvendte adfærdseffekter i dagpengemodellen tager ikke eksplicit højde for, at en ændret adfærd blandt ledige og beskæftigede kan påvirke andre personers situation, eksempelvis som følge af jobrationering, jf. afsnit IV.2. Tilgangseffekten i dagpengemodellen afspejler alene den enkelte lediges eller beskæftigedes forventede reaktion på ændringer af dagpengesystemet. De anvendte empiriske adfærdseffekter kan ikke identificere mulige afledte effekter af ændret søgeadfærd.

STØRRELSEN AF TILGANGSEFFEKTER I DAGPENGEMODELLEN OG EMPIRISKE STUDIER

Effektstørrelser fra dagpengemodel og empiri sammenholdes

I det følgende belyses det, i hvilket omfang størrelsen af tilgangseffekter i dagpengemodellen stemmer overens med resultater fra forskningslitteraturen. Denne sammenligning sker i to dimensioner: størrelsen af tilgangseffekter, der skyldes ændringer i ydelsesniveauet, og størrelsen af tilgangseffekter, der skyldes ændringer i den potentielle ydelsesperiode.

Sammenligninger bør ske med visse forbehold

Sammenligning af effektstørrelser på tværs af studier bør ske med studiernes validitet for øje. Det varierer på tværs af studier, hvor troværdigt den enkelte analyse kan forventes at identificere den opgjorde effekt, den såkaldte interne validitet. Derudover vil resultaternes anvendelighed for den danske kontekst variere for hvert enkelt studie, den såkaldte eksterne validitet. Eksempelvis er det sandsynligt, at effekten af at forlænge den potentielle periode med ledighedsydelser afhænger af, hvor høje ydelserne er, hvilke alternative ydelser ledige kan opnå, samt hvor lang den potentielle periode med ledighedsydelser er i udgangspunktet. De studier, der lægges vægt på i sammenligningen, er udført i europæiske lande, men det vurderes, at de stadig har relevans i en dansk kontekst.

VALIDITET AF STUDIER

Intern validitet udtrykker, hvor godt en effekt er identificeret, dvs. i hvor høj grad den troværdigt isolerer den kausale effekt, der søges undersøgt, fra andre potentielle effekter. Dette diskuteres indgående i De Økonomiske Råds formandskab (2021).

Ekstern validitet handler om, i hvilken grad et estimat for en effekt fra et givent studie kan overføres til den problemstilling, der skal undersøges. Et studies eksterne validitet øges, hvis estimatet for en effekt kan renses for de effekter, rammerne for studiet kan have eller at disse er uden betydning. Dette kan eksempelvis være betydningen af den institutionelle og kulturelle kontekst samt karakteristika for gruppen af personer og/eller virksomheder, der indgår i studiet.

Ydelsesændring giver stor tilgangseffekt i dagpengemodel i forhold til litteratur

I tabel IV.1 vises størrelsesordenen af tilgangseffekter i dagpengemodellen både for ændringer i ydelsesniveauer og den potentielle ydelsesperiode. Størrelsen opgøres som den procentvise ændring i tilgangsraten, hvor tilgangsraten angiver andel af beskæftigede, der tilgår ledighed over en given periode. Hvad angår tilgangseffekter af ændringer i niveauet for ledighedsydelser, ses det, at et fald i ydelsesniveauet på 10 pct. medfører et fald i tilgangsraten på knap 7 pct. i dagpengemodellen. I tabel IV.2 gengives alle fundne effektstørrelser, der er rapporteret i litteraturen på området. Den interne og eksterne validitet vurderes at være lav i de to ældste studier på området, jf. afsnit IV.3. Derfor lægges hovedvægten i sammenligningen med dagpengemodellens resultater på estimaterne for effektstørrelser i de resterende to studier, der eksisterer på området. I disse studier rapporteres relativt beskedne effektstørrelser, der begge ligger langt under halvdelen af størrelsen af den tilsvarende tilgangseffekt i dagpengemodellen.

TABEL IV.1 TILGANGSEFFEKTER IFØLGE DAGPENGEMODELLEN

	Ændring i årlig tilgang, personer	Ændring af tilgangsrate, pct.
10 pct. ydelsesreduktion i hele dagpengeperioden	-8.320	-6,7
Reduktion af dagpengeperioden til ét år	-5.200	-5,6
Forlængelse til 3-årig dagpengeperiode	0	0
Forlængelse til 4-årig dagpengeperiode	0	0

Anm.: Tilgangsraten til dagpenge er antallet af personer, der påbegynder en dagpengeperiode i forhold til antallet af beskæftigede. I beregningerne er den procentvise ændring i tilgangsraten beregnet ved den procentvise ændring i antal personer, der tilgår dagpengeledighed under forudsætning af, at antallet af beskæftigede er konstant.

Kilde: Finansministeriets beregninger på dagpengemodellen.

TABEL IV.2 EFFEKTSTØRRELSER I LITTERATUREN – ÆNDRINGER I YDELSESNIVEAU

De få studier der er fundet på området peger på små positive effekter af højere ledighedsydelse på tilgangen til ledighed.

	Ændring i ydelsesniveau	Effekt på tilgangsrate	95 pct.-KI	Statistisk signifikant
Falch (2015c)	+10 pct.	+1,7 pct. [a]	. [0,5 ; 2,7]	JA
Light og Omori (2004)	+10 pct.	+0,7 pct. [b]	-	JA
Anderson og Meyer (1994)	+10 pct.	+2,5 pct.	[2 ; 3]	JA
Topel (1983)	+10 pct.	+10 pct.	-	JA

a) Effekten i studiet er angivet som en ændring i kompensationsgraden på 1 pct.point, der ændrer tilgangsraten med ca. 0,5 pct. Denne effekt er omregnet til en elasticitet i midten af intervallet for kompensationsgraden, som er 0,32.

b) Effekten i studiet er opgjort som det procentvise fald i raten, der opsiger deres job. Givet at både opsigelser og afskedigelser udgør ca. 1/3 af alle jobseparationer i studiets datasæt, vil studiets opgjorte procentvise fald i opsigelsesraten på ca. 0,7 pct. omtrent svare til den procentvise stigning i antal afskedigelser. Den angivne effekt er under antagelse af studiets teoretiske tolkning, nemlig at faldet i arbejdstageres egne opsigelser vil modsvares af en stigning i arbejdsgivernes afskedigelser og deraf stigende tilgang til ledighed. Den angivne effekt på tilgangsraten er derfor en øvre grænse for effekten.

Anm.: 95-KI angiver 95-procents-konfidensintervallet. Et større interval udtrykker en større statistiske usikkerhed omkring punktestimatet for effektstørrelsen. Intervallet er opgjort for de studier hvor oplysninger angivet i studiet gjorde det muligt at beregne intervallet. Statistisk signifikant angives som JA, hvis effekten er statistisk signifikant på et 5-procents signifikantniveau, og ellers angives et NEJ.

Ændringer i dagpengeperiodens længde skaber ikke altid tilgangseffekter

Når det gælder dagpengemodellens tilgangseffekt, der sker som følge af ændringer i dagpengeperiodens længde, afhænger størrelsen af tilgangseffekten afgørende af, hvor langt denne ændring sker efter dagpengeperiodens start. I dagpengemodellen medfører en reduktion af dagpengeperioden fra to til ét år, at tilgangsraten falder knap 6 pct., jf. tabel IV.1 ovenfor. Derimod betyder ændringer i dagpengeperioden, der sker to år eller senere efter dagpengeperiodens begyndelse, ikke noget for tilgangen til ledighed i dagpengemodellen. Dette skyldes, at de estimerede adfærdseffekter, der anvendes til at opgøre tilgangseffekter, kun viser en statistisk signifikant ændring afgangen til beskæftigelse 78 uger inden en ydelsesændring.

Ændringer i dagpengeperiodens længde giver små tilgangseffekter i forhold til litteraturen

I tabel IV.3 angives effektstørrelser fra empiriske studier fra forskningslitteraturen, der undersøger tilgangseffekten, som skabes af ændringer i den potentielle periode med ledighedsydelser. Her tegnes der overordnet set et billede af, at de empiriske estimater for tilgangseffekterne er betydeligt større end de tilsvarende tilgangseffekter i dagpengemodellen. De fundne studier analyserer effekterne af ændringer i ydelsesperioden, der typisk sker fra et udgangspunkt for periodelængden omkring et år. Det er ud fra de fundne studier uklart, hvor meget effekten af en given ændring i ydelsesperioden afhænger af den ydelseslængde, som ændringer sker ud fra. Studierne af Jäger mfl. (2021) og Winter-Ebmer (2003) analyserer eksempelvis effekterne af ændringer i den potentielle ledighedsperiode, der strækker sig ud over de første to år af periodens længde, og finder anseelige tilgangseffekter. Litteraturen støtter dermed ikke op om dagpengemodellens forudsætning om, at en forlængelse af perioden fra to til tre år eller flere, ikke skulle have en positiv effekt på tilgangen til ledighed.

Litteraturen tilsiger at tilgangseffekter afhænger af de beskæftigedes alder

Det skal her pointeres, at studiernes estimater for tilgangseffektens størrelse i meget høj grad afhænger af hvilke aldersgrupper, der analyseres. Det er således et gennemgående resultat i studierne, at tilgangseffekter fra en længere potentiel ydelsesperiode er markant større blandt ældre beskæftigede end blandt yngre. Det kan derfor ikke lægges til grund, at de højeste effektestimater i litteraturen udtrykker den forventede gennemsnitlige effekt på tilgangsraten blandt alle beskæftigede. Den kraftigere adfærdsændring blandt ældre beskæftigede kan forklares med, at ledighedsydelser kan bruges som et trinbræt til pensionering, jf. Inderbitzin mfl. (2016). Denne forskel i tilgangseffekten mellem ældre og yngre beskæftigede findes ikke i dagpengemodellen.

TABEL IV.3 EFFEKTSTØRRELSER I LITTERATUREN – ÆNDRINGER I POTENTIEL YDELSESPERIODE

Bortset fra et enkelt studie rapporterer alle fundne studier en positiv effekt af længere potentiel ydelsesperiode på tilgangen til ledighed.

	Ændring i potentiel ydelsesperiode	Effekt på tilgangsrate	95 pct.-KI	Statistisk signifikant
Jäger mfl. (2021)	+3,5 år	+27 pct.	.[1 ; 47]	JA
Hartung mfl. (2020)	+0,75 år	+23 pct.[a]	[4 ; 42]	JA
Falch (2015b)	+1 år	-3 pct.	[-13 ; 8]	NEJ
Dlugosz mfl. (2014)	. +1 år	+12 pct.[b]	-	JA
Lalive mfl. (2011)	+0,5 år	+10 pct.	-	JA
Winter-Ebmer (2003)	+3 år	+13 pct.	[1 ; 26]	JA

a) Effekten er angivet som en elasticitet i studiet. Dette er omregnet til en effekt af en ændring i ydelsesperioden fra 16 til 25 måneder, dvs. 9 måneder svarende til 0,75 år. Udgangspunktet i de 16 måneder er valgt, da dette er den gennemsnitlige ydelsesperiode før reformen i populationen der indgår i studiet, og stigningen på ydelsesperioden på 0,75 år er valgt, da dette omtrent svarer til den ændring i den potentielle ydelsesperiode, som reformen indebærer for de fleste grupper af ledige.

b) Dette er effekten rapporteret for 52-54-årige, som ligger omtrent i midten af effektstørrelserne for de analyserede aldersgrupper. Den gennemsnitlige effekt i populationen er ikke rapporteret og vil afhænge af alderssammensætningen i den population der indgår i studiet.

Anm.: 95-KI angiver 95-procents-konfidensintervallet. Et større interval udtrykker en større statistiske usikkerhed omkring punktestimatet for effektstørrelsen. Intervallet er opgjort for de studier hvor oplysninger angivet i studiet gjorde det muligt at beregne intervallet. Statistisk signifikant angives som JA, hvis effekten er statistisk signifikant på et 5-procents signifikantniveau og eller angives et NEJ.

IV.5 SAMMENFATNING OG KONKLUSIONER

To større ændringer af dagpengesystemet i *Ny reformpakke for dansk økonomi*

I januar blev der i Folketinget indgået aftale om *Ny reformpakke for dansk økonomi*, der blandt andet indeholder to større ændringer af dagpengesystemet. Den ene er indførelsen af en såkaldt *elitebilistordning* i form af en forhøjet dagpengesats i de første tre måneder af dagpengeperioden for personer med en stærk arbejdsmarkedshistorik. Den anden er en opstramning af dimittenders adgang til dagpenge i form af en lavere dagpengesats og en forkortet dagpengeperiode for nyuddannede.

Fokus på tilgangseffekten af ændrede dagpengeregler

Ministeriernes konsekvensvurderinger af, hvordan ændrede dagpengeregler påvirker beskæftigelse, ledighed og de offentlige udgifter og indtægter, udgør en vigtig del af beslutningsgrundlaget for reformer af denne art. I kapitlet foretages en vurdering af de regneregler, der ligger bag opgørelsen af den såkaldte tilgangseffekt. Tilgangseffekten angiver, hvor meget en ændring i dagpengereglerne påvirker tilgangen til dagpenge, og den udgør en betydelig del af den samlede virkning af de nævnte dagpengeændringer.

Formandskabet har til opgave at vurdere regneprincipper

Arbejdet i dette kapitel skal ses som et led i formandskabets opgave med at vurdere centraladministrationens regneprincipper i form af adfærdsforudsætninger og konsekvensvurderinger for ændringer i den økonomiske politik.

Tilgangseffekten afviger fra resultater i forskningslitteraturen

Kapitlet indledes med en principiel beskrivelse af, hvordan dagpengeregler kan påvirke blandt andet tilgangen til dagpengesystemet, og sammenligner størrelsen af den tilgangseffekt, som centraladministrationen beregner for forskellige regelændringer, med den tilgangseffekt som den videnskabelige litteratur på området tilsiger for lignede ændringer. Konklusionen er, at de regneregler, der ligger til grund for ministeriernes beregninger af tilgangseffekter, afviger fra litteraturens resultater. Herefter foretages der en nærmere vurdering af centraladministrationens regneregler for tilgangseffekten ved ændringer af dagpengeregler. Konklusionen er, at tilgangseffekten på flere punkter ikke understøttes empirisk og mangler en række mekanismer, som i forskningslitteraturen er fundet væsentlige for ændringer i tilgangen til ledighed ved ændrede regler for ledighedsunderstøttelse.

EN VURDERING AF TILGANGSEFFEKTEN

Tilgangseffekten vurderes for satsændringer og ændringer af dagpengeperioden

Mængden af videnskabelig litteratur, der belyser størrelsen af tilgangseffekter ved dagpengeregelændringer, er begrænset. Det er dog muligt at fastlægge en størrelsesorden af den ændring i tilgangen til dagpenge, som man vil kunne forvente ved en ændring i dagpengesatsen eller en ændring i længden af dagpengeperioden. Derfor sammenlignes de tilgangseffekter, som centraladministrationen anvender for disse to regelændringer, med den videnskabelige litteraturs bud på størrelsen af disse effekter:

Tilgangseffekten er for stor ved generelle ydelsesændringer …

- For ændringer af dagpengesatsen tyder forskningslitteraturen på, at ministeriernes beregning af tilgangseffekten er for høj. For en generel ydelsesændring resulterer dagpengemodellens antagelser i en tilgangseffekt, der er betydeligt større end ændringer i tilgangen til ledighed opgjort i nyere forskningsstudier.

... og for lille ved ændringer af dagpengeperioden

- For ændringer af dagpengeperiodens længde tyder forskningslitteraturen på, at dagpengemodellens tilgangseffekt er for lav. Dette er særligt udtalt ved periodeændringer, der ligger ud over de første to års dagpengeperiode. I dette tilfælde anslår dagpengemodellen, at der ingen ændring sker i tilgangen til ledighed, hvorimod forskningslitteraturen tegner et billede af, at tilgangen til ledighed forventeligt også vil ændres for sådanne ændringer af dagpengeperioden.

Den eksterne validitet af adfærdseffekterne bag tilgangseffekten er svag

En retvisende modelramme bør tage udgangspunkt i alle relevante mekanismer for området. I centraladministrationens regneregler for tilgangseffekter er der kun indarbejdet én mekanisme, hvor beskæftigede i opsagte eller midlertidige stillinger antages at reagere. Det empiriske grundlag for denne mekanisme er imidlertid ikke overbevisende, da det er baseret på adfærden blandt personer, der har været ledige imellem et halvt år og helt op til fire år. Det er ikke oplagt, at adfærden i denne gruppe repræsenterer adfærden blandt personer, der endnu ikke er blevet ledige. Tilgangseffekten er således baseret på adfærd, der ligger langt fra den kontekst, som den anvendes i, hvilket betyder, at den eksterne validitet er svag.

Modellen udelader flere relevante mekanismer

At ministeriernes resultater for tilgangseffekten ikke stemmer overens med forskningslitteraturens resultater skal også ses i lyset af, at opgørelse af effekten udelader flere af de mekanismer, som forskningslitteraturen peger på er relevante for effekten på tilgangen til ledighed:

Effekt på jobseparationer

- Ændrede dagpengeregler kan have betydning for antallet af jobseparationer, dvs. antallet af beskæftigede, der afskediges eller siger deres job op. Litteraturen har vist, at en højere dagpengeydelse kan medføre en øget jobseparationsrate.

Effekt på jobskabelse

- Dagpengeregler kan påvirke jobskabelsen. Eksempelvis kan en højere dagpengesats, der reducerer de jobsøgendes søgeintensitet, reducere antallet af opslåede stillinger i økonomien, fordi virksomhederne kan se frem til, at der går længere tid før en ledig stilling bliver besat.

Eksternaliteter fra jobsøgning

- En øget jobsøgning blandt én gruppe af ledige vil, for et givet antal ledige stillinger, reducere andre jobsøgendes sandsynlighed for at komme i beskæftigelse. Dermed kan der være en negativ eksternalitet ved jobsøgning.

En aggegeret opgørelse kan medtage flere mekanismer

De manglende mekanismer kan der tages højde for, hvis der overgås til en metodisk tilgang, der i højere grad undersøger de aggregerede konsekvenser af ændringer i dagpengesystemet. Dette vil være i tråd med tendensen i forskningslitteraturen, der på dette område har udviklet sig stærkt, og hvor en række nyere studier netop fokuserer på aggregerede effekter på beskæftigelse og ledighed af ændringer i ledighedsydelserne. Adfærdseffekter fra denne type af studier opfanger i højere grad mekanismer, der ikke kan henføres til enkeltpersoners adfærdsreaktioner. Der kan dermed fås et mere fuldkomment billede af konsekvenserne.

KONKLUSION

Regneregler på dagpengeområdet blev senest ændret i 2021

Regnereglerne for tilgangseffekten ved ændrede dagpengeregler blev udviklet i 2015 i forbindelse med dagpengekommissionens arbejde og gennemgik en større opdatering i 2021. Opdateringen indeholdt en revision af beregningsgangen for tilgangseffekten, hvilket medførte en markant reduktion af tilgangseffekten i dagpengemodellen. Dette skete samtidig med lancering af udspillet *Danmark kan mere I*, hvor tilgangseffekten spillede en stor rolle for de nævnte politikændringer på dagpengeområdet.

Tilgangseffekt afspejler ikke den nyeste viden

Gennemgangen af de regneregler, som centraladministrationen anvender til opgørelse af tilgangseffekten, har vist, at regnereglerne på flere områder ikke afspejler den nyeste forskningsmæssige viden om, hvilke mekanismer der ligger bag en ændret tilgang til dagpenge.

Anvendelse af adfærdseffekter har svag validitet

Herudover vurderes det, at anvendelsen af de adfærdsforudsætninger, der ligger bag tilgangseffekten, har en svag validitet og derfor ikke formår at opgøre en retvisende tilgangseffekt af ændringer i dagpengesystemet.

En fremtidig sanering af regneregler bør tage udgangspunkt i de relevante mekanismer

Det er vigtigt for centraladministrationen at have et passende værktøj til at foretage konsekvensberegninger af politiske forslag og lovændringer på dagpengeområdet, og der er lagt en stor indsats i arbejdet med regneregler på dagpengeområdet. En fremtidig sanering af regnereglerne bør søge at inddrage og skaffe et stærkere empirisk grundlag for de mekanismer, som forskningslitteraturen har vist er vigtige for, hvordan ændringer af dagpengeregler påvirker tilgangen til dagpenge.

Behov for at gentænke regneprincipperne

I forhold til den nyligt indgåede *Ny reformpakke for dansk økonomi* fører arbejdet i dette kapitel frem til den konklusion, at aftalens virkning på den strukturelle beskæftigelse kan være enten overvurderet eller undervurderet. Ministeriernes anvendte regneprincipper trækker i retning af at overvurdere den negative effekt på beskæftigelsen af et beskæftigelsestillæg i de første tre måneder af dagpengeperioden for personer med en relativt stærk beskæftigelseshistorik. Samtidig trækker de i retning af at overvurdere den positive beskæftigelsesvirkning som følge af en lavere dimittendsats. Og endelig trækker de i retning af at undervurdere den positive beskæftigelsesvirkning som følge af forkortelsen af dagpengeperioden for dimittender. Konsekvensvurderingerne vedrørende dimittender er i udpræget grad baseret på ad hoc-antagelser, der betyder, at virkningerne må karakteriseres som værende meget usikre. Samlet set eksemplificerer dette behovet for at gentænke regneprincipperne på dagpengeområdet.

LITTERATUR

Acemoglu, D. og R. Shimer (2000): Productivity gains from unemployment insurance. *European economic review*, 44(7), s. 1195-1224.

Albanese, A., M. Picchio og C. Ghirelli (2020): Timed to say goodbye: does unemployment benefit eligibility affect worker layoffs? *Labour Economics*, 65.

Andersen, T.M., M. Svarer og R.M. Vejlin (2015): Litteraturreview af effekter af indretning af arbejdsløshedsunderstøttelsessystemer. Dagpengekommissionen.

Anderson, P.M. og B.D. Meyer (1994): The effects of unemployment insurance taxes and benefits on layoffs using firm and individual data. nt and consequences of job turnover. *NBER working paper no. 4960.*

Arranz, J.M. og C. García-Serrano (2020): Does unemployment benefit duration affect inflows into unemployment? The impact of a law change for older workers. *The Journal of the Economics of Ageing*, 17.

Atkinson, A.B. og J. Micklewright (1991): Unemployment compensation and labor market transitions: a critical review. *Journal of Economic Literature*, 29(4), s. 1679-1727.

Brébion, C., S. Briole og L. Khoury (2021): Unemployment Insurance Eligibility and Employment Duration. Arbejdspapir.

Boone, C., A. Dube, L. Goodman og E. Kaplan (2021): Unemployment insurance generosity and aggregate employment. *American Economic Journal: Economic Policy*, 13(2), s. 58-99.

Cravo, T., C. O'Leary, A.C. Sierra og L. Veloso (2020): Heterogeneous effects of Brazilian unemployment insurance reforms on layoffs. *Economics Letters*, 197.

Dagpengekommissionen (2015): Teknisk analyserapport. Tilgængelig på bm.dk.

De Økonomiske Råds formandskab (2021): *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

Dieterle, S., O. Bartalotti og Q. Brummet (2020): Revisiting the effects of unemployment insurance extensions on unemployment: A measurement-error-corrected regression discontinuity approach. *American Economic Journal: Economic Policy*, 12(2), s. 84-114.

Dlugosz, S., G. Stephan, G og R.A. Wilke (2013): Fixing the Leak: Unemployment incidence before and after a major reform of unemployment benefits in Germany. *German Economic Review*, 15(3), s. 329–352.

Falch, N.S. (2015a): Three essays on unemployment insurance. Chapter II: Tempted into unemployment? Ph.D.-afhandling. Department of Economics University of Oslo.

Falch, N.S. (2015b): Three essays on unemployment insurance. Chapter I: Analyses of an unemployment insurance reform. Ph.D.-afhandling. Department of Economics University of Oslo.

Falch, N.S. (2015c): Three essays on unemployment insurance. Chapter III: The unemployment insurance replacement rate and job durations. Ph.D.-afhandling. Department of Economics University of Oslo.

Feldstein, M.S. (1978): The effect of unemployment insurance on temporary layoff unemployment, *American Economic Review*, 68, s. 834–846.

Finansministeriet (2021): Økonomisk Analyse: Dagpengemodellen – Teknisk opdatering. Tilgængelig på fm.dk.

Fredriksson, P. og M. Söderström (2020): The equilibrium impact of unemployment insurance on unemployment: Evidence from a non-linear policy rule. *Journal of Public Economics*, 187.

Gutierrez, I.A. (2016): Job insecurity, unemployment insurance and on-the-job search. Evidence from older American workers. *Labour Economics*, 41, s. 228-245.

Hartung, B., P. Jung og M. Kuhn (2020): What hides behind the German labor market miracle? Unemployment insurance reforms and labor market dynamics. Arbejdspapir.

Hopenhayn, H.A. og J.P. Nicolini (2009): Optimal unemployment insurance and employment history. *The Review of Economic Studies*, 76(3), s. 1049-1070.

Inderbitzin, L., S. Staubli og J. Zweimüller (2016): Extended unemployment benefits and early retirement: Program complementarity and program substitution. *American Economic Journal: Economic Policy*, 8(1), s. 253-88.

Jäger, S., B. Schoefer og J. Zweimüller (2021): Marginal jobs and job surplus: a test of the efficiency of separations. Udkommer i *Review of Economic Studies*.

Karahan, F., K. Mitman og B. Moore (2022): Micro and Macro Effects of UI Policies: Evidence from Missouri. CEPR Discussion Paper 14158, IZA Discussion Paper 12805.

Khoury, L. (2021): Unemployment Benefits and the Timing of Redundancies. Arbejdspapir.

Lalive, R., J. Van Ours og J. Zweimuller (2011): Equilibrium unemployment and the duration of unemployment benefits. *Journal of Population Economics*, 24, s. 1385–1409.

Landais, C., P. Michaillat og E. Saez (2018): A macroeconomic approach to optimal unemployment insurance: Theory. *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2), s. 152-81.

Light, A. og Y. Omori (2004): Unemployment insurance and job quits. *Journal of Labor Economics*, 22(1), s. 159-188.

Martins, P.S. (2021): Working to get fired? Unemployment benefits and employment duration. *Journal of Policy Modeling*, 43(5), s. 1016-1030.

Mortensen, D.T. (1977): Unemployment insurance and job search decisions. *Industrial and Labor Relations Review*, 30(4), s. 505-517.

Rasmussen, H.L. og P.G. Pedersen (2019): Tilgangseffekter i dagpengesystemet - En registerbaseret RD-analyse af dagpengeberettigelsens effekt på ledighed. Specialeafhandling, Københavns Universitet.

Schmieder, J.F. og T. Von Wachter (2016): The effects of unemployment insurance benefits: New evidence and interpretation. *Annual Review of Economics*, 8, s. 547-581.

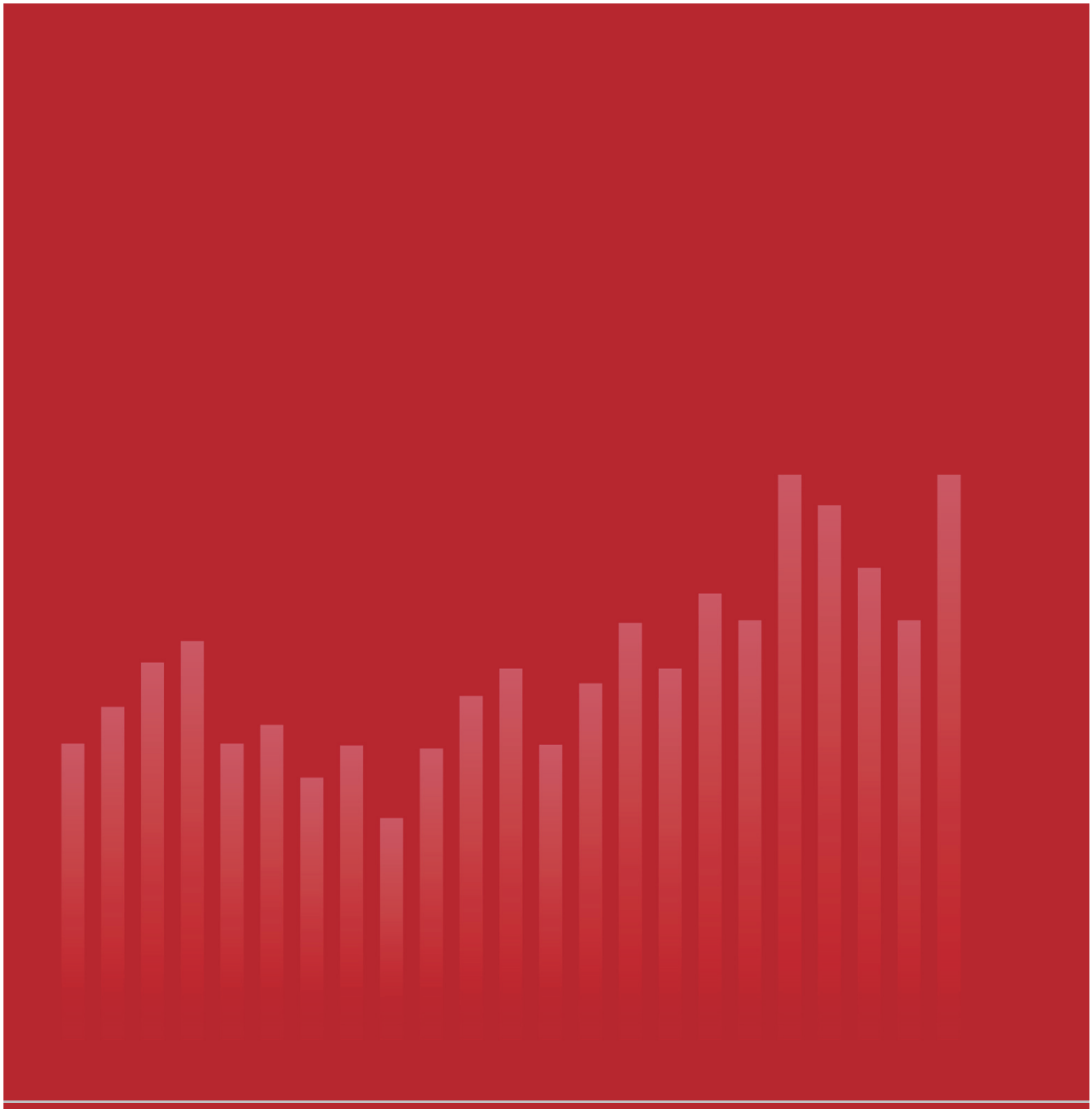
Topel, R.H. (1983): On layoffs and unemployment insurance. *The American Economic Review*, 73(4), s. 541-559.

Vaupel, J.W. og A.I. Yashin (1985): Heterogeneity's ruses: some surprising effects of selection on population dynamics. *The American Statistician*, 39(3), s. 176-185.

Wang, C. og S. Williamson (1996): Unemployment insurance with moral hazard in a dynamic economy. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 44, s. 1-41).

Winter-Ebmer, R. (2003): Benefit duration and unemployment entry: A quasi-experiment in Austria. *European Economic Review*, 47(2), s. 259-273.

Zweimüller, J. (2018): Unemployment insurance and the labor market. *Labour Economics*, 53, s. 1-14.



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

SKRIFTLIGE INDLÆG FRA DET ØKONOMISKE RÅDS MEDLEMMER

Dansk Økonomi, forår 2022

SKRIFTLIGE INDLÆG FRA DET ØKONOMISKE RÅDS MEDLEMMER

På de følgende sider er gengivet skriftlige indlæg fra medlemmer af Det Økonomiske Råd. Følgende medlemmer har ønsket at give skriftlige bidrag:

Finansministeriet
Erhvervsministeriet
Danmarks Nationalbank
Dansk Arbejdsgiverforening
FH – Fagbevægelsens Hovedorganisation
3F - Fagligt Fælles Forbund
Dansk Metal
DI – Dansk Industri
SMVdanmark
Landbrug & Fødevarer
Dansk Erhverv
Forbrugerrådet Tænk
CEPOS
Finans Danmark
Arbejderbevægelsens Erhvervsråd
Særligt sagkyndig Torben M. Andersen
Særligt sagkyndig Mette Ejrnæs

Dansk Økonomi, forår 2022

FINANSMINISTERIET

Kapitel I og II: Aktuel økonomisk politik, konjunktur og offentlige finanser

Konjunktursituationen og finanspolitikken
Dansk økonomi er kommet særdeles stærkt gennem coronapandemien, også i forhold til andre EU-lande og USA. Det giver et godt udgangspunkt til at håndtere de udfordringer, der følger af, at verdensøkonomien er ramt af et nyt, negativt stød.

Væksten og beskæftigelsesfremgangen i 2021 og starten af 2022 var væsentlig stærkere end ventet. Virkningerne af den høje inflation, højere renter og øget usikkerhed vurderes at ville bremse fremgangen i løbet af 2022. Men usikkerheden om det videre forløb er meget stor, og risici for BNP-udviklingen er især i nedadgående retning.

Formandskabet vurderer, at finanspolitikken – trods svag vækst i løbet af 2022 – burde være strammere i 2022. Denne vurdering er dog ikke ledsaget af forslag til stramninger.

Finanspolitikken blev lempet betydeligt i 2020 og 2021 med midlertidige kompensationsordninger, udbetaling af feriepenge og andre stimuli-tiltag. Det var der bred opbakning til.

Den ekspansive finanspolitik under coronapandemien påvirker også finanspolitikkens aktivitetsvirkning i 2022 via forsinkede virkninger. Når midlertidige tiltag ophører, indebærer det imidlertid en reel stramning – hvilket også er baggrunden for, at tiltag i lyset af coronapandemien overvejende har været af midlertidig karakter.

Det er Finansministeriets vurdering, at finanspolitikken – trods nye udgifter i lyset af Ruslands invasion i Ukraine – strammes med en finanseffekt på -1,5 pct. af BNP i 2022 og underliggende også strammes til næste år svarende til -0,7 pct. af BNP. Finanspolitikken for 2023 fastlægges først til efteråret.

Formandskabet nævner et lavere rentefradrag – dog uden at anbefale det direkte i forhold til konjunkturpolitikken. Formandskabet påpeger strukturpolitiske argumenter for at reducere rentefradraget. Forslaget vil på nogle punkter, men ikke alle, trække i retning af øget symmetri i kapitalindkomstbeskatningen. Finansministeriet bemærker, at rentefradraget bl.a. skal ses i lyset af det brede forlig om den fremtidige boligbeskatning, der skal træde i kraft i 2024, og at der ikke er planer om ændringer i forhold hertil.

Den usikre situation Danmark står i efter Ruslands invasion i Ukraine, taler efter Finansministeriets vurdering for at se udviklingen an frem mod tilrettelæggelsen af finanspolitikken for næste år. Der er som nævnt i forvejen lagt op til en underliggende stramning af finanspolitikken i 2023. I den forbindelse kan det også bemærkes, at formandskabets prognose indebærer en gradvis konjunkturnormalisering ind i 2023 uden en accelererende løn-prisspiral, hvilket kan ses som en “blød landing”.

Budgetlov – og udgifter direkte relateret til Ukraine
Finansministeriet noterer sig formandskabets opbakning til, at det er økonomisk velbegrundet at sænke underskudsgrænsen for det strukturelle underskud til 1 pct. af BNP som er aftalt i forbindelse med *Det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik*. Det flugter med Finansministeriets vurdering i publikationen *Erfaringer med budgetloven 2014-2020, Finansministeriet, april 2022*.

Formandskabet har en nuanceret diskussion af, hvilke udgifter der er "direkte relateret" til krigen i Ukraine. Det vurderes, at øgede udgifter til flygtninge, nødhjælp og våbenleverancer er direkte knyttet til krigen, og at de dermed kan undtages fra saldogrænsen begrundet i exceptionelle omstændigheder.

Derimod vurderer formandskabet, at varmechecken er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun indirekte er knyttet til krigen, og at udgifterne derfor ikke bør kunne undtages fra saldogrænsen.

Finansministeriets tilgang er at følge EU-reglerne så tæt som muligt. Finansministeriet bemærker, at det er *den særlige omstændighed*, der giver anledning til tiltag, der skal være exceptionel og uden for statens kontrol. Det er ikke *udgifterne* som sådan, der skal være uden for statens kontrol. Udgifter til våben til Ukraine er fx heller ikke uden for statens kontrol. Det er Finansministeriets vurdering, at et tiltag som varmechecken, eller tiltag som varetager sociale hensyn i lyset af de abrupte og markante prisstigninger, under EU-reglerne kan anses for direkte relateret til de særlige omstændigheder, som udløser undtagelsesbestemmelsen.

Finansministeriet finder på den baggrund ikke, at rapporten giver anledning til at ændre fortolkningen af EU-reglerne.

Finansministeriet bemærker, at det er centralt – både for at kunne håndtere ekstraordinære omstændigheder og for budgetlovens langsigtede levedygtighed – at der er fleksibilitet i loven i forbindelse med ekstraordinære omstændigheder.

Kapitel III: Låneregulering på boligmarkedet
Siden Finanskrisen i 2008 er der indført en lang række tiltag rettet mod husholdninger og kreditinstitutter for at mindske finansielle risici fra boligmarkedet.

I den finansielle regulering er der begrænsninger i adgangen til afdragsfrihed – og kreditinstitutterne er i dag velkapitaliserede. Det er et helt andet og sundt udgangspunkt end før finanskrisen.

Husholdningerne er også samlet set velpolstrede som følge af høj opsparing og forudgående års formuegevinster. Samtidig er boligbyrden set for hele landet under ét ikke usædvanligt høj. Finansministeriet er helt enig med formandskabet i, at det er særdeles vigtigt at have øje for både omkostninger og gevinster ved potentielle tiltag.

Kapital IV: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
Finansministeriet vil gerne kvittere for, at formandskabet har taget hul på opgaven med eftersyn af de økonomiske ministeriers regneprincipper. Finansministeriet ser frem til det løbende arbejde med eftersynet af regneprincipperne, som er et vigtigt emne – både ift. konsekvensvurderinger, åbenhed og det praktiske arbejde i ministerierne. Derfor har Finansministeriet også i dette skriftlige indlæg lagt vægt på at kommentere på det faglige indhold samt på perspektiver ift., hvordan eftersynet kan operationaliseres, herunder anvendes i praksis i de økonomiske ministerier.

I forhold til dynamiske virkninger af ændringer af dagpengereglerne mv. noterer Finansministeriet sig, at formandskabet finder, at der er tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler. Det er Finansministeriet enige i, hvilket også ligger til grund for ministeriernes regneprincipper.

Finansministeriet noterer sig også, at formandskabet har forbehold over for de konkrete eksisterende regneprincipper for tilgangseffekter. I forbindelse med eftersynet værdsætter Finansministeriet, at formandskabet gennemgår forskelligt litteratur, herunder med henblik på at understøtte brugen af nyeste viden mv. Finansministeriet efterspørger imidlertid, at formandskabet fremadrettet i højere grad opstiller en vurdering af litteraturen med henblik på at vurdere det akademiske niveau og overførbarheden. Som Finansministeriet umiddelbart læser studierne bragt frem af formandskabet, er en række af studierne ikke udgivet i akademiske tidsskrifter og dermed ikke peer-reviewed, ligesom der kan være tvivl om overførbarheden til en dansk kontekst. En række af formandskabets konklusionerne i kapitlet baserer sig således på studier fra lande, hvor det ikke er oplagt, at de empiriske resultater umiddelbart kan overføres til dansk kontekst, fx Brasilien og Italien.

Derudover bemærker Finansministeriet, at formandskabet ikke kommer med konkrete anbefalinger til, hvordan deres input skal omsættes til operationelle ændringer af regneprincipperne. Formandskabets gennemgang lægger umiddelbart spor ud til en "metodisk tilgang, der i højere grad undersøger de aggregerede konsekvenser af ændringer i dagpengesystemet" samt konkluderer, at "En fremtidig sanering af regnereglerne bør søge at inddrage og skaffe et stærkere empirisk grundlag for de mekanismer, som forskningslitteraturen har vist er vigtige for, hvordan ændringer af dagpengeregler påvirker tilgangen til dagpenge". Samtidig anerkender formandskabet, at "der er lagt en stor indsats i arbejdet med regneregler på dagpengeområdet".

Finansmisteriet noterer slutteligt, at formandskabet ikke afviser, at skønnene bag adfærdsvirkningerne af dagpengetiltagne fra Aftale om en ny reformpakke for dansk økonomi er middelrette, men blot finder, at skønnene både kan være over- eller undervurderede. I den forbindelse bemærker Finansministeriet, at tilgangseffekterne i aftalen kun udgør 5-10 pct. af det samlede skøn for nettobeskæftigelsesvirkningen af dimittendtiltagene og beskæftigelsestillægget. Formandskabet ser specifikt på tilgangseffekter og ikke på de samlede dynamiske virkninger ifm. ændringerne af dagpengereglerne. Usikkerheden omkring størrelsen på tilgangseffekter udgør derfor kun en mindre andel af den samlede usikkerhed omkring beskæftigelsesvirkningen, som der sagens natur altid vil være ved alle konsekvensvurderinger.

Finansministeriet ser frem til fortsat dialog om, hvad formandskabet konkret vurderer, der bør ændres i praksis. Ligeledes opfordrer Finansministeriet formandskabet til fremadrettet at have et særskilt fokus på at bygge bro over til, hvordan regneprincipperne løbende anvendes i praksis, dvs. også forholde sig fx til afvejning mellem forholdsvis simple regnemodeller og forskellige teoretiske kanaler, som adfærden ved et givent tiltag evt. kan påvirkes igennem. Det er vigtigt, at eftersynet af regneprincipper kan påvirke den praktiske hverdag, hvis eftersynet skal kunne få størst mulig effekt.

ERHVERVSMINISTERIET

Erhvervsministeriet vil først og fremmest takke Det Økonomiske Råd for en spændende og grundig forårsrapport.

Erhvervsministeriet deler overordnet vurderingen af udsigterne for dansk økonomi. Udgangspunktet er godt, men Danmark står i en vanskelig situation med store risici, og der er udsigt til en periode med inflation og mere afdæmpet vækst. Hvor der i efteråret allerede var store forsinkelser på vareleverancer, er forsyningskæderne forstyrret yderligere som følge af den geopolitiske situation foranlediget af Ruslands krig i Ukraine. Det presser virksomhedernes omkostninger, og dansk økonomi har næppe set det sidste til prisstigninger endnu. Samtidig er corona stadig en faktor – aktuelt med nedlukningen i Kina, men også indirekte her i landet, hvor mange virksomheder fortsat skal på fode igen.

Til trods for de afdæmpede økonomiske udsigter fastholder formandsskabet sin anbefaling om, at finanspolitikken i 2022 bør strammes yderligere, men kommer ikke med konkrete forslag til tiltag. Erhvervsministeriet efterspørger i den sammenhæng, at anbefalingen om strammere finanspolitik ledsages af, at der peges på konkrete forslag.

I forhold til regeringens udspil til en grøn skattereform påpeger formandskabet, at CO_2-afgiften er uensartet og fordyrer klimapolitikken, fordi der gives nedslag i afgiften til specifikke brancher. Erhvervsministeriet bemærker hertil, at regeringens udspil følger anbefalingerne fra ekspertgruppen for en grøn skattereform. Nedslaget i afgiften skal desuden ses i sammenhæng med risikoen for lækage. Hvis de opnåede CO_2-reduktioner sker ved at flytte produktionen til udlandet, vil det måske være omkostningseffektivt, men ikke et godt eksempel for andre lande. For et lille land som Danmark er rollen som foregangsland et vigtigt bidrag til vejen mod de globale klimamål.

Derfor er der også i regeringens udspil afsat ca. 7 mia. kr. til omstillingsstøtte, så de virksomheder, der står over for de største udfordringer ved den grønne omstilling, hjælpes på vej. Det bemærkes, at omstillingsstøtten er midlertidig, og derfor heller ikke kan ses som en fribillet til virksomhederne i eksempelvis cementindustrien.

Formandsskabet kommenterer også på regeringens reformudspil *Danmark kan mere II*. Erhvervsministeriet noterer sig, at formandskabet er enige i vigtigheden af at sikre omstilling væk fra olie- og gasfyr. Formandskabet gør sig samtidig nogle betragtninger om, hvordan tilskud til

udskiftning af gas- og oliefyr kan dæmpe incitamentet for de husstande, som ikke er omfattet. Erhvervsministeriet bemærker hertil, at *Danmark kan mere II* indeholder en række initiativer, der skal styrke alle danske hustandes incitament til at udskifte olie- og gasfyr, herunder også mulighed for billige lån. Nogle hustande kan have sværere ved at udskifte varmekilder end andre. For at sikre den bredest mulige omstilling er det derfor prioriteret at målrette puljerne til lavindkomstgrupper.

Formandskabet rejser spørgsmål om tonnagebeskatning og DIS-ordningen. Erhvervsministeriet mener dog, at spørgsmålet om Tonnageskat og DIS-ordningen bør betragtes i et bredere perspektiv.

Der kan være gode grunde til at have en særlig skatteordning af søfarten givet dets natur som et både kapitalintensivt og mobilt erhverv. Disse argumenter anerkendes også af formandsskabet i forårsrapporten tilbage fra 2006, hvor formandsskabet også nævner andre argumenter, herunder at høje danske miljø- og sikkerhedsstandarder kan være med til at øge miljø- og sikkerhedsforhold til søs, samt at rederierhververet tiltrækker hjælpeerhverv på land.

Tonnageskatten og DIS-ordningen er vigtig for at kunne fastholde international skibsfart og rederivirksomhed i Danmark. En afskaffelse vil med al sandsynlighed føre til, at skibene flages ud og rederivirksomhederne udflyttes til andre lande. Eksempelvis var Sveriges flåde af handelsskibe i 2002 større end den danske. Svenskerne oplevede imidlertid en væsentlig udflagning, og har efterfølgende (i 2016) indført tonnageskat.

Hertil kommer, at dansk skibsfart i de kommende år står over for meget betydelige investeringer i grøn omstilling, der er vigtige for at nå Paris-aftalens mål. Dansk skibsfart udleder ifølge en opgørelse fra Det Blå Danmark mere CO_2 end Danmark.

Søfarten udgør desuden et ikke ubetydeligt geopolitisk aktiv i en globaliseret verden. Både under corona og i den nuværende situation på baggrund af krigen i Ukraine, har søfarten vist sig at være af helt central betydning for at sikre de globale forsyningskæder. Det er i høj grad både i dansk interesse og EU's interesse, at råde over en stærk handelsflåde, der spiller en hovedrolle i den globale forsyningssikkerhed.

Formandsskabet anbefaler, at hjælpepakker ved fremtidige epidemier målrettes de virksomheder, som er de facto eller de jure nedlukkede fremfor at lave såkaldt generelle ordninger. Erhvervsministeriet er overordnet enige i flere af formandskabets betragtninger, herunder at hjælpepakker var et vigtigt tiltag til at afbøde epidemiens økonomiske omkostninger.

I forhold til spørgsmålet om målretning bemærker Erhvervsministeriet dog, at hjælpepakker kan målrettes på flere måder. Ordningerne under corona var målrettede via krav om fx omsætningsnedgang. Det havde endvidere den fordel, at virksomhederne automatisk kom ud af ordningerne, når de igen fik bedre muligheder for at drive forretning og ikke længere kunne leve op til kravet. Hjælpepakker målrettet eksempelvis specifikke brancher har derimod den ulempe, at virksomheder, som indgår i en leverandørkæde, eller som leverer komplementære goder, risikerer ikke at blive opfanget.

Endvidere er målrettede ordninger tilsvarende mere komplicerede at administrere for myndighederne og svære at forstå for virksomheder, hvilket øger risikoen for fejl og forlænger ventetiden for virksomhederne, før de rent faktisk modtager hjælp.

Erhvervsministeriet vil endelig gerne takke for en interessant analyse vedrørende låneregulering på boligmarkedet og noterer sig, at formandsskabet ikke vurderer, at det er oplagt at gennemføre yderligere regulering på nuværende tidspunkt. Erhvervsministeriet er grundlæggende enig i analysen. Den nuværende situation med generelt forhøjet usikkerhed er ikke et godt tidspunkt at ændre i lånereguleringen.

Formandsskabet påpeger, at der fortsat er et stort behov for viden om virkningen af de forskellige reguleringsinstrumenter, og anbefaler, at der forud for potentielle indgreb skal laves cost-benefitanalyser. Erhvervsministeriet er enig i, at det er ønskeligt med mere empiri om effekten af indgreb over for långivningen på boligmarkedet.

Det er Erhvervsministeriets vurdering, at de stramninger af lånereglerne, der er gennemført under skiftende regeringer siden finanskrisen, har styrket låntagernes robusthed og nedbragt deres gældssætning under ét, så boligmarkedet i dag står et bedre sted end før finanskrisen.

Erhvervsministeriet er enig i formandsskabets betragtning om, at der har været større fokus på markedet for lån til privatboliger end til erhvervsejendomme. Hertil er det værd at bemærke, at den såkaldte ledelsesbekendtgørelse og de såkaldte tilsynsdiamanter også har bidraget til at styrke robustheden på erhvervsejendomsmarkedet.

DANMARKS NATIONALBANK

Danmarks Nationalbank deler generelt formandskabets vurdering af den aktuelle konjunktursituation og risikobilledet. Aktivitetsniveauet er højt, og der er stort pres på arbejdsmarkedet. Vi forventer ligesom formandskabet, at krigen i Ukraine dæmper vækstudsigterne og skubber yderligere til inflationen, der vil være særdeles høj i år. Formandskabet forventer dog et noget svagere vækstforløb end Nationalbanken samt et større fald i beskæftigelsen over de kommende år. I den aktuelle situation er der kommet nogen modvind til realøkonomien, bl.a. i form af høj inflation, højere renter og en stramning af pengepolitikken. Formandskabets prognose indebærer, at produktions- og beskæftigelsesgabet gradvist lukkes i løbet af de kommende år, fra et højt niveau.

Det aktuelle kapacitetspres, tiltagende lønstigninger og den højeste inflation i næsten 40 år tilsiger, at finanspolitikken ikke bør skubbe yderligere til efterspørgslen. Derfor konstaterede Nationalbanken i marts, at det er nødvendigt, at finanspolitikken tager luft ud af økonomien andre steder, hvis nye finanspolitiske tiltag øger kapacitetspresset i økonomien. Det budskab er om noget forstærket siden marts set i lyset af det aktuelle kapacitetspres og den højere inflation. Budskabet er i overensstemmelse med formandskabets anbefalinger om, at øgede udgifter finansieres på en måde, så det samlede pres fra efterspørgslen ikke øges, samt at den lavere saldogrænse i den nuværende situation ikke anvendes til at lempe finanspolitikken.

Den store efterspørgsel efter arbejdskraft fører til højere lønstigninger, hvilket på længere sigt medvirker til, at efterspørgslen efter arbejdskraft tilpasses udbuddet. Givet de stærke balancer er der nogen plads til et moderat løft i lønniveauet. Høj inflation og forventninger om, at den vedbliver høj lidt endnu, er ikke en god anledning til at lade lønningerne stige mere, end der ellers var udsigt til.

Det er formandskabets vurdering, at udgifter til kompensationstiltag for de høje prisstigninger, som fx varmechecken, er en fordelingspolitisk beslutning, der kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine. Udgifter til kompensationsordninger bør derfor ikke undtages fra de grænser for underskud, der er i budgetloven, som det har være muligt med de ekstraordinære og midlertidige udgifter knyttet direkte til pandemien og krigen i Ukraine. Nationalbanken er enig heri, da det er en glidebane. Dertil bør tiltag som subsidier og afgiftsnedsættelser helt undgås, da de forøger markedspriserne yderligere og blot virker som en indkomstoverførsel til eksportørerne på bekostning af statsfinanserne i de importerende lande.

Formandskabet bemærker, at regeringens udspil til en "Grøn skattereform" indeholder en uens CO_2-afgift på tværs af brancher, hvilket fordyrer klimapolitikken. Nationalbanken deler denne vurdering. Den omkostningseffektive måde at opnå klimalovens målsætninger er en ensartet beskatning, der omfatter alle nettoudledninger af drivhusgas. Nationalbanken kvitterer omvendt for, at udspillet lægger op til, at CO_2-afgiften på kvotebelagte brancher stiger, hvis kvoteprisen falder. Det skaber klarhed om den fremtidige drivhusgasbeskatning. Viden om fremtidige afgiftsniveauer støtter op om finansiel stabilitet, da det bidrager til at tydeliggøre risici ved udledningsintensive forretningsmodeller. Det kan forhindre en fastlåsning af urentable investeringer i den enkelte virksomhed. Samtidig vil viden mindske usikkerheden vedrørende omstillingen og dermed understøtte prisfastsættelse af klimarelaterede risici i finansielle markeder.

Nationalbanken deler formandskabets betragtninger om, at en reduktion af skatteværdien af rentefradraget reducerer den skattemæssige asymmetri og mindsker uligheden. Forslaget vil mindske tilskyndelsen til at optage gæld og dermed styrke dansk økonomis robusthed og den finansielle stabilitet. I den aktuelle situation kan det også yde et bidrag til at dæmpe kapacitetspresset.

Behov for flere typer makroprudentielle tiltag for at sikre finansiel stabilitet

Diskussionsoplægget fra formandskabet indeholder et specialkapitel om låneregulering på boligmarkedet. Nationalbanken kvitterer for en grundig gennemgang af litteraturen om låntagerrettede tiltag og makroprudentiel politik mere generelt. I sin gennemgang refererer formandskabet bl.a. til studier, der viser, at låntagerrettede tiltag har vist sig effektive til at dæmpe boligprisudsving og kreditvækst, som er de to væsentligste drivkræfter bag finansielle kriser. Samtidig peger formandskabet på, at de låntagerrettede tiltag i Danmark er lempelige i en international sammenligning. Det gælder i øvrigt også i en historisk dansk kontekst, hvor lånereglerne eksempelvis var betydeligt skrappere i 1980'erne og 1990'erne, end de er i dag.

Formandskabet konkluderer, at der ikke er klare argumenter for, at låntagerrettet regulering er mest hensigtsmæssigt til at sikre finansiel stabilitet. Nationalbanken er enig med formandskabet

i, at kapital- og likviditetskrav er en hjørnesten i den nuværende regulering, og at godt kapitaliserede banker og realkreditinstitutter bedre kan absorbere de tab, der vil komme i en krise. Nationalbanken mener dog ikke, at kapital- og likviditetskrav kan stå alene.

Erfaringerne fra tidligere systemiske finansielle kriser viser, at man ikke kan se på finansiel og makroøkonomisk stabilitet hver for sig. Finansielle kriser har store omkostninger for samfundet, når risici materialiserer sig, og boligmarkedet – og erhvervsejendomsmarkedet – har flere gange spillet en betydelig rolle. Derfor har makroprudentielle myndigheder i både Danmark og i udlandet siden finanskrisen implementeret en række låntagerrettede tiltag med det eksplicitte formål at begrænse systemiske risici, der bygges op i samspillet mellem realøkonomien og den finansielle sektor.

Målrettede tiltag, der reducerer gældsætningen blandt de boligejere, der gældsætter sig hårdest, bidrager til den finansielle stabilitet ved at reducere sandsynligheden for, at en krise opstår. Kapitalkrav reducerer til gengæld skadevirkningerne, når en krise opstår. De to typer makroprudentielle tiltag komplementerer derfor hinanden. Nationalbanken ser i modsætning til formandskabet et behov for at indføre et simpelt låntagerrettet tiltag, der direkte begrænser adgangen til afdragsfrie realkreditlån ved høje belåningsgrader. Et simpelt afdragskrav kan samtidig gøre op med en række uhensigtsmæssigheder og unødig kompleksitet i den nuværende regulering.

Nationalbanken er enig i, at det også er vigtigt nøje at overvåge institutternes erhvervslån, herunder lån mod pant i erhvervsejendomme. Det er bl.a. baggrunden for, at Det Systemiske Risikoråd i december 2021 opfordrede Finanstilsynet til at sikre, at sektorens risikovægte på udlån mod pant i boligudlejningsejendomme er tilstrækkelige til at kunne absorbere de estimerede tab i et hårdt, men ikke usandsynligt scenarie.[1]

DANSK ARBEJDSGIVERFORENING

Konjunkturudsigter og mangel på medarbejdere

Dansk økonomi ser ind i en usikker tid med risiko for en afdæmpet udvikling i den økonomiske aktivitet og beskæftigelse, hvor høj inflation og krigen i Ukraine kan tage toppen af væksten. Trods usikkerhederne og udsigten til en vis opbremsning, fremhæver formandskabet, at der stadig vil være et stort pres på arbejdsmarkedet. Den vurdering er DA enig i.

Den største udfordring for dansk økonomi på både kort og langt sigt er således, at mange virksomheder har svært ved at finde de medarbejdere, som de har brug for. Næsten hver anden virksomhed inden for industrien, byggeriet og servicesektoren mangler medarbejdere. Virksomhedernes rekrutteringsudfordringer er rekordhøje og væsentligt over niveauet op til finanskrisen i 2008.

1) Det Systemiske Risikoråd, pressemeddelelse, december 2021, https://risikoraad.dk/nyheder/2021/december/pressemeddelelse-efter-35-moede.

I slutningen af maj offentliggjorde DA nye løntal, som viste, at lønstigningstakten på DA-området steg fra 3,2 pct. i 4. kvartal 2021 til 3,8 pct. i 1. kvartal 2022. Det er en markant stigning, som blandt andet afspejler presset på arbejdsmarkedet og som ligger markant over lønudviklingen i udlandet. Hvis udviklingen fortsætter, kan det i sidste ende koste arbejdspladser, fordi det svækker virksomhedernes konkurrenceevne.

Kapitel I: Aktuel økonomisk politik
Trods udfordringer med mangel på arbejdskraft er der hidtil ikke gennemført nogen væsentlige initiativer for at øge arbejdsudbuddet. Reformaftalen fra januar har enkelte gode elementer, men løser hverken virksomhedernes problemer med mangel på medarbejdere på kort eller lang sigt.

Et initiativ, som kan reducere virksomhedernes rekrutteringsudfordringer her og nu, er en reduktion af beløbsgrænsen i beløbsordningen for borgere fra 3. lande. DA bakker derfor op om formandskabets anbefaling om en permanent reduktion i beløbsgrænsen.

Formandskabet diskuterer, hvad der er exceptionelle omstændigheder i forhold til overskridelse af budgetloven. Det er en vigtig diskussion, som formandskabet skal roses for. DA er nemlig bekymret for, at der er ved at ske et skred i finanspolitikken. Varmechecken, som mere er et fordelingspolitisk valg end decideret knyttet til krigen i Ukraine, er et eksempel på det skred. En ufinansieret varmecheck har samtidigt den uheldige sideeffekt, at den putter yderligere brænde på bålet til en i forvejen meget lempelig finanspolitik.

Hertil kommer, at den offentlige beskæftigelse ligger ca. 34.000 personer over niveauet før pandemien. I marts steg tallet yderligere, så der er ikke nogen tegn på færre offentlige ansatte, selvom coronapandemien foreløbigt har sluppet sit tag i Danmark. De mange flere offentlige ansatte er i sig selv en lempelse af finanspolitikken og skærper kun virksomhedernes rekrutteringsudfordringer. DA er således enig med formandskabets anbefaling om, at finanspolitikken aktuelt er fór lempelig og bør strammes.

Pensionskommissionen kom tidligere på måneden med deres anbefalinger til et nyt pensionssystem, herunder en lempelse af den nuværende levetidsindeksering. Formandskabet berører også dette emne, hvor der diskuteres fordele og ulemper ved at bruge en stor del af den nuværende holdbarhed til at lempe levetidsindekseringen. Men det er ikke det rette tidspunkt at begynde at tale om lempelser i pensionsalderen fra 2045 og frem. Fremskrivningerne er behæftet med en betydelig usikkerhed og det er ikke urealistisk, at danskerne bliver endnu ældre i 2045, end vi regner med på nuværende tidspunkt. Det vil betyde stigende udgifter, som bliver svære at finansiere, hvis den nuværende levetidsindeksering lempes.

Formandskabet bakker op om Pensionskommissions forslag om at afskaffe aldersbetingede særordninger, der giver ældre en økonomisk særstilling alene på grund af deres alder. Det er DA enig i, idet særordninger alene bør målrettes personer med særligt behov og ikke ud fra alder.

Kapitel III: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
Formandskabet har fået til opgave at kigge ministeriernes konsekvensberegninger i forbindelse med reformforslag efter i sømmene. Konkret munder rådets nye opgave nu ud i, at såkaldte tilgangseffekter i dagpengemodellen behandles.

Formandskabet kommer blandt andet frem til, at den negative effekt af højere dagpenge i de første tre måneder skulle være overvurderet. Det er en overraskende konklusion, idet effekten i forvejen er meget lav med en svækkelse af arbejdsudbuddet på 750 personer.

Når formandskabet kun fokuserer på tilgangseffekter, betyder det, at andre væsentlige effekter overses. DA er således bekymret for, at effekten af højere dagpenge er undervurderet. DA har tidligere opgjort, at 1,3 mio. personer vil få en højere dagpengesats i tilfælde af ledighed, hvoraf gevinsten ved arbejde svækkes markant for 700-800.000 personer. I det lys er 750 personer en meget lille effekt.

Formandskabets burde også have haft fokus på, hvordan højere dagpenge påvirker afgangen fra ledighed til beskæftigelse. Det er centralt, idet mange dagpengemodtagere er ledige i kortere tid. I 2021 var der over 110.000 dagpengeforløb, som varede under tre måneder. Selv mindre forlængelser af tiden i ledighed for disse ledige har stor betydning for arbejdsudbuddet. Hvis blot varigheden af ledighedsforløbene øges med et par uger, vil den negative effekt på arbejdsudbuddet blive markant højere end 750 personer.

Det er vigtigt, at konsekvensvurderingerne er så retvisende som overhovedet muligt, særligt på et så centralt område som dagpengeområdet. Derfor vil DA gerne kvittere for, at formandskabet er påbegyndt dette arbejde, som giver større åbenhed og indsigt i effekterne af reformforslag. Det er imidlertid vigtigt, at formandskabet i arbejdet har en helhedsorienteret betragtning og ikke kun fokuserer på mindre elementer af konsekvensvurderingerne.

FH – FAGBEVÆGELSENS HOVEDORGANISATION

Kapitel I: Aktuel økonomisk politik

Finanspolitik og offentlige finanser
Selvom krigen i Ukraine og den stigende inflation udgør en negativ impuls til væksten, er der udsigt til en fortsat høj beskæftigelse. Det er derfor Formandskabets vurdering, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive. FH ser ikke et behov for aktuelt at føre en betydelig efterspørgselsdrivende finanspolitik, men mener, at med den enorme usikkerhed, der i øjeblikket præger den økonomiske udvikling, så er tiden heller ikke til en væsentlig strammere finanspolitik.

FH støtter ligesom Formandskabet forhøjelsen af budgetlovens underskudsgrænse. FH noterer sig desuden Formandskabets argument om, at en lempet underskudsgrænse mindsker risikoen for unødvendige stramninger af finanspolitikken.

Arbejdsmarkedet
Formandskabet anbefaler, at beløbsgrænsen i beløbsordningen vedrørende udenlandsk arbejdskraft sænkes permanent. FH er stærkt kritisk over for dette. Virksomhederne har allerede gode muligheder for at rekruttere udenlandsk arbejdskraft fra tredjelande på mangelområder gennem fx positivlisten for faglærte, hvis de er parate til at tage deres samfundsmæssige ansvar for at uddanne elever og lærlinge. FH mener desuden, at opsvinget skal bruges til at få alle med fremfor at udvide adgange for udenlandske arbejdstagere. Derudover går Danmark usikre tider i møde, og tiden er ikke til at udvide tilgangen af arbejdstagere fra tredjelande. Virksomhederne har i øvrigt rig mulighed for at rekruttere blandt de knap 14 mio. ledige i EU.

Anbefalinger fra kommissioner
I forbindelse med formandskabets gennemgang af Reformkommissionens anbefalinger om uddannelsessystemet, savner FH et bredere blik på de videregående uddannelser end blot på universitetsuddannelserne. Det er nødvendigt også at medtænke de korte og mellemlange videregående uddannelser og se på, hvordan en omlægning af universitetsuddannelserne vil påvirke den samlede uddannelsesbalance. Ikke mindst i lyset af at vi allerede nu står over for store rekrutteringsudfordringer på bl.a. velfærdsområdet. FH finder det i øvrigt fornuftigt først at afprøve Reformkommissionens anbefalinger i en forsøgsordning, som Formandskabet anbefaler.

Formandskabet peger på, at Pensionskommissionens anbefaling af en lempet levetidsindeksering lægger op til en diskussion af de finanspolitiske prioriteter, hvor en langsommere stigning i folkepensionsalderen er én prioritering, mens nye offentlige udgifter eller skattelettelser er andre prioriteringer. FH finder dette synspunkt meget neutralt, hvilket kan blive tolket som en støtte til ikke at gøre noget her og nu. Men da pensionsopsparing er en livslang affære, har dagens unge krav på sikkerhed omkring rammerne for opsparing, så beslutningen om en lempet indeksering bør ikke udskydes på ubestemt tid.

Kapitalindkomstbeskatning
Formandskabet anbefaler en reduktion af rentefradraget, hvilket vil give et mere neutralt indkomstskattesystem. FH er enig i, at det kan være relevant at reducere rentefradraget. Dette skal dog især ses i lyset af dels behovet for et større råderum og dels behovet for at reducere uligheden. Derfor er FH's forslag om en reduktion af rentefradraget også afgrænset til personer med høje renteudgifter (over 50.000 kr. pr. person).

Formandskabet anfører, at Tonnageskatten, dvs. den særligt lave selskabsskat på rederier, virker forvridende, idet den gør det mere fordelagtigt at investere i erhvervet. FH mener, at eventuelle nye tiltag på området bør indebære overvejelser om et harmoniseret regelsæt i EU/OECD, samtænkt med aftalen om international selskabsbeskatning og/eller med inspiration fra EU's CO_2-grænsetilpasningsmekanisme for at imødegå udflagning. DIS-loven bør muliggøre, at de søfarendes faglige organisationer kan repræsentere og forhandle vilkår for søfolkene ombord på DIS-skibe.

Klima- og energipolitik
Formandskabet ser med kritiske øjne på regeringens forslag om et nedslag i CO_2-afgiften for særlige brancher eller anvendelser. FH mener, at det er helt afgørende for Danmarks vej mod 70 pct.-målsætningen, at der kommer en grøn skattereform med en højere og mere ensartet CO_2-afgift. Det er desuden vigtigt, at reformen tager de nødvendige hensyn i forhold til Klimaloven, herunder fx hensynet til social balance og lækage.

FH mener derfor, at det kan være nødvendigt med hensyn til særlige brancher på såvel afgiftssiden som tilskudssiden. Derudover er det vigtigt med en gradvis indfasning og løbende overvågning over virkningerne af reformen. I regeringens udspil er der lagt op til at genbesøge aftalen i 2026 bl.a. med henblik på at sikre, at særligt udsatte brancher også er på sporet i forhold til at nedbringe CO_2-udledningen.

FH deler den positive vurdering af regeringens udspil 'Danmark kan mere II', herunder planer om udbygning af vedvarende energi og hjælp til lavindkomsthusstande med gasfyr. FH vurderer, at en fremskyndet omstilling vil være hensigtsmæssig, og at yderligere tiltag ikke bør udelukkes. FH mener dog, at der fortsat bør tages hensyn til fordeling, dvs. bestemte gruppers vilkår, og de offentlige finanser. FH bemærker derudover, at der er brug for opmærksomhed omkring uddannelsesindsatser, der kan sikre de rette kompetencer til at gennemføre de tiltag, der indgår i "Danmark kan mere II", herunder udbygning af vedvarende energi, elnet, udskiftning af gasfyr m.m.

Kapitel II: Konjunktur og offentlige finanser

Konjunkturer og prognose
FH's seneste prognose er fra november 2021, og den vurderes derfor ikke sammenlignelig med de aktuelle prognose fra Formandskabet og Finansministeriet. FH offentliggør en opdateret prognose i midten af juni, som givetvis også vil afspejle, at krigen i Ukraine og de kraftigt stigende priser vil lægge en dæmper på udviklingen i økonomien og på arbejdsmarkedet i den kommende tid.

Offentlige finanser frem mod 2030
På baggrund af Formandskabets skøn for både den faktiske og den strukturelle saldo kan FH konstatere, at de offentlige finanser fortsat er sunde frem mod 2030 med udsigt til små overskud eller underskud inden for budgetlovens nuværende rammer i alle år (når der i 2022 ses bort fra de exceptionelle omstændigheder som følge af COVID-19).

Det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik
Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at lempe budgetlovens underskudsgrænse til -1 pct. af BNP. For det første fordi finanspolitikken vurderes at være mere end holdbar. For det andet fordi en lavere underskudsgrænse i en tid med stigende demografisk træk mindsker risikoen (og behovet) for at skulle gennemføre finanspolitiske stramninger alene for at overholde underskudsgrænsen.

FH finder det ligesom Formandskabet fornuftigt at lempe underskudsgrænsen og kan tilslutte sig Formandskabets argumenter. Herudover er det væsentligt at holde sig for øje at budgetlovens nuværende underskudsgrænse – i Danmarks tilfælde – er en overimplementering af Finanspagtens rammer. En underskudsgrænse på -1 pct. af BNP frem for -0,5 pct. af BNP harmonerer desuden langt bedre med et nyt og lavere mellemfristet sigtepunkt for den offentlige saldo på -0,5 pct. af BNP i 2030.

Finanspolitikkens aktivitetsvirkning
Formandskabet mener ikke, at det er oplagt at betragte opstramningen i 2022 isoleret på grund af. de midlertidige effekter fra COVID-19, og mener, at man bør se på udviklingen siden det seneste normale år, hvilket Formandskabet ser som 2019. Det er dog værd at bemærke, at 2022 på ingen måde kan betragtes som et "normalt" år. Trods merudgifterne i kølvandet af Ruslands invasion af Ukraine er der lagt op til en betydelig opstramning i økonomien i disse år alene på grund af., at en lang række midlertidige tiltag trækkes tilbage, og det dæmper BNP-væksten væsentligt. FH mener, at det er en vigtig pointe, som Formandskabet vælger at se bort fra ved udelukkende at se på finanseffekten i forhold til 2019.

Kapitel III: Låneregulering af boligmarkedet

Kapitlet gennemgår de overordnede økonomiske principper og argumenter for regulering af lånemarkedet, herunder i særlig grad boligområdet. Formandskabet finder denne regulering velbegrundet i forhold til at understøtte en stabil makroøkonomisk udvikling og i forhold til at undgå markedsfejl. Der kan dog ifølge Formandskabet også være omkostninger forbundet med reguleringen, og derfor skal reguleringen af området – ligesom alle andre – afvejes ud fra gevinster og omkostninger.

FH mener, at reguleringen af lånemarkedet kan være nødvendig i forhold til at undgå store udsving i boligpriser, gældsætning mv. Det gælder både ud fra et makroøkonomisk perspektiv og i forhold til den enkelte husholdning. Derfor er FH også enig i, at reguleringstiltag skal være velbegrundet i forhold til at adressere den udfordring, man ønsker at håndtere politisk.

Kapitel IV: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
FH kvitterer for en meget grundig og balanceret gennemgang af regnereglerne på dagpengeområdet. Efter en lang periode med gradvise forringelser gennem flere årtier er der igen kommet politisk fokus på at forbedre arbejdsløshedsforsikringen. Disse forbedringer har dog være meget omkostningstunge netop på grund af tilgangseffekten. For eksempel har Finansministeriet vurderet udgifterne ved FH's forslag om et tillæg til dagpengene, hvor tilgangseffekten udgør 2/3 af adfærdseffekterne[2]. Og ved tidligere beregninger har tilgangseffekten været endnu mere dominerende og ført til adfærdseffekter, der var ca. 5 gange større end de umiddelbare virkninger. Derfor er vismændenes fokus på dette meget relevant og nødvendigt.

FH er enig med Formandskabets grundlæggende vurdering om, at Dagpengemodellen er for snævert defineret i forhold til de mange mekanismer, der har betydning for den samlede effekt.

2) Se BEU Alm.del 2020-2021 - endeligt svar på spørgsmål 336.

Det gælder både i forhold til tilgangseffekten og i forhold til Dagpengemodellen som helhed. FH har tidligere – fx i forbindelse med FH's rapport om regneregler – fremhævet, at dagpengesystemet understøtter fleksibiliteten på arbejdsmarkedet og gode jobmatch. Disse mekanismer overses i Dagpengemodellen på trods af, at de er helt afgørende for den danske arbejdsmarkedsmodel.

Kapitlet illustrerer grundlæggende, at der er svag empirisk evidens for tilgangseffekter, og i særlig grad på dansk data. Den danske arbejdsløshedsunderstøttelse skal ses i sammenhæng med hele det danske dagpengesystem fx rådighedskrav, beskæftigelsesindsats mv. Det taler for, at ministeriernes regneprincipper ikke baserer sig på udenlandske undersøgelser. FH mener derfor, at Formandskabets sammenligning mellem ministeriernes og forskningens størrelse tjener et nyttigt illustrativt formål. Men den internationale forskning er ikke stærk nok til at danne grundlag for en indregning af tilgangseffekten – uanset størrelsesordenen. FH savner, at formandskabet i højere grad forholder sig til, om den eksisterende forskning om tilgangseffekter lever op til Finansministeriets anvendelseskriterier. På samme måde som det vurderes, at Finansministeriets egne estimationer på danske data ikke er overbevisende, fordi de er baseret på adfærd, der ligger langt fra den kontekst, som den anvendes i.

Samlet set viser kapitlet, at der er behov for en langt mere balanceret vurdering af ændringer i dagpengesystemet, og den nuværende modelramme er næppe nyttig til det formål. I stedet bør principperne baseres på flere mekanismer, og der bør kun indregnes adfærdseffekter i det omfang, der er overbevisende empirisk evidens for det. På den baggrund er det FH's klare forventning, at FM vil lave en kritisk gennemgang af deres regneregler på dagpengeområdet, herunder særligt tilgangseffekten.

3F – FAGLIGT FÆLLES FORBUND

I 3F ser vi også begyndende tegn på opbremsning, men endnu ikke for alvor vending i de hårde tal for dansk økonomi herunder i vores egne ledighedstal. Inflationen bekymrer vores medlemmer, og mange mærker, at det slår hårdt i husholdningsøkonomien. Selvom der er et stort kapacitetspres på arbejdsmarkedet, er der intet, der tyder på, vi endnu har ramt muren. Vi har et utrolig fleksibelt arbejdsmarked, der har leveret beskæftigelse til de danske virksomheder og dansk økonomi i et næsten ekstremt omfang. Det er således knap otte år siden, vi fik de første meldinger om mangel på arbejdskraft i Danmark. Dengang lå lønmodtagerbeskæftigelsen 370.000 personer lavere end i dag. Sidste år i juni måned lød meldingen, at nu var danske virksomheder for alvor ramt af mangel på arbejdskraft. Siden da er lønmodtagerbeskæftigelsen steget med 100.000 personer, heraf ca. 36.500 med udenlandsk statsborgerskab. Den udenlandske beskæftigelsesfremgang er bredt funderet – også fra tredjeverdenslande, selvom der ikke er lempet på beløbsordningen. Antallet af lønmodtagere fra Sydeuropa er steget med næsten 33 procent det seneste år.

Offentlige finanser

Det skaber støj, at vismændene ikke bruger samme tilgang til indregning af midlertidige coronatiltag i opgørelsen af den strukturelle saldo som Finansministeriet. Vismændene har foretaget

en markant revision af den strukturelle saldo i 2021, men der er ikke umiddelbart noget "overhæng" at spore til 2022, der er nedrevideret mærkbart i den nye prognose.

Vi bemærker at Finansministeriet har udgivet rapporten "Erfaringerne med budgetloven 2014-2020", hvoraf det fremgår - sammen med Konvergensprogrammet 2022 – at den strukturelle saldo i årene 2015-2021 systematisk er blevet opjusteret og med i gennemsnit 0,9 procent af BNP. Det svarer til, at man hvert eneste år i gennemsnit har undervurderet sundhedstilstanden for de offentlige finanser med 23 milliarder kroner. 3F håber, at vismændene vil kaste sig ind i kampen om at forbedre modellen til beregning af den strukturelle saldo. Det er ubehageligt med så store og systematiske skævheder på et mål, vi årligt ellers styrer finanspolitikken efter med to streger under.

Økonomisk politik

Vi kan godt følge vismændenes argumentation mod finanspolitiske lempelser efter fremlæggelsen af Finansloven, om end langt det meste af lempelsen er relateret til corona-udgifter. Vi mener dog også, at den økonomiske modvind er markant større nu end i efteråret. Vi har et risiko-billede, der i overvejende grad peger nedad. Vi har ifølge vismændenes prognose et output gab, der allerede ved udgangen af næste år stort set er lukket. Og hvis de offentlige udgiftsrammer igen-igen ikke udnyttes fuldt ud ligger også her en yderligere stramning.

Rapporten giver indtryk af, at finanspolitikken ikke strammes i år, men at der derimod lempes. Det er ikke korrekt, når vi ser isoleret på 2022 i stedet for at måle finanspolitikkens aktivitetseffekt over flere år, som det sker i rapporten. Finanspolitikken bliver strammet markant i år, når vi indregner bortfald af diverse corona-hjælpepakker og initiativer. Samlet står det ikke klart, hvor meget vismændene anbefaler at stramme finanspolitikken yderligere, og vi tænker også, det er vanskeligt at vurdere stramhedsgraden og finde et tal at styre efter, når man anvender et flerårigt perspektiv. Skal der bremses endnu mere, risikerer vi at forstærke en nedtur, der allerede er på vej.

3F er også umiddelbart enige i, at forsvarsaftalen og de vel nu omkring 19,5 milliarder kroner, som forsvarsudgifterne skal øges med, skaber pres på den offentlige velfærd. Nu er det svært, for ikke at sige nærmest umuligt, at forstå Finansministeriets "råderums-opgørelser", men at det kan komme til at koste helt op til ti års velstandsregulering af den offentlige velfærd virker uholdbart. Der er derfor efter alt at dømme brug for at skaffe et øget råderum, og her anbefaler 3F, at der kigges på progressive skatter og/eller andengenerationsreformer, der ikke vender den tunge ende nedad. Vi opfordrer samtidig vismændene til at hjælpe med at læse og oversætte Finansministeriets råderums-opgørelser.

3F er uenige i anbefalingen om at sænke beløbsgrænsen. Selv uden lempede regler stormer udlændinge allerede ind på det danske arbejdsmarked, og den udenlandske beskæftigelse slår rekord måned efter måned. I Vismandsrapporten fra 2017 fremgår det, at både faglærte og ufaglærte lønmodtagere fortrænges af indvandring af udenlandsk arbejdskraft. Beregninger fra AE viser, at knap 60 procent af de ufaglærte fuldtidsansatte har årslønninger over 375.000 kroner, mens det samme gælder for 80 procent af de faglærte. Vi er uforstående over for, at

vismændene tager let på fortrængningseffekten, da mange faglærte og ufaglærte job er på over 375.000 kroner.

Forlagene fra både Reform- og Pensionskommissionen ser spændende ud. Reform-kommissionens forslag viser, at der kan laves reformer, der giver et mærkbart løft til beskæftigelse og velstanden, uden at det vender den tunge ende nedad. 3F har også været positive over for Pensionskommissionens forslag. Ikke mindst at der gøres noget ved den nuværende og ekstreme indeksering af pensionsaldrene. 3F er samtidig meget glade for, at Pensionskommissionen slår fast, at de førtidige tilbagetrækningsordninger skal ses som en del af det samlede pensionssystem, og at de er med til at udligne den ulighed, der ellers er i tilbagetrækningen på tværs af grupper i vores samfund. Det er derfor vigtigt, at de førtidige tilbagetrækningsmuligheder herunder "Arne-pensionen" løbende tilpasses, når pensionsaldrene stiger, så de fortsat udligner uligheden i tilbagetrækningen.

Dagpenge-modellen tilgangseffekt

3F vil gerne kvittere for, at vismændene som "eksterne revisorer" af de finanspolitiske regneprincipper har kastet sig over tilgangseffekten i dagpengemodellen. Vi har i FH-fagbevægelsen gennem mange år efterlyst evidensen bag netop tilgangseffekten. Vi bifalder konklusionen om at gentænke regneprincipperne på dagpengeområdet herunder inddrage andre effekter end dem, der er i dag – eksempelvis opbakningen til a-kassesystemet samt dagpengesystemets betydning for vores fleksible arbejdsmarked.

Der findes ikke mange empiriske resultater, og dem, der er, er fra udlandet, hvor der kan være et andet samspil mellem dagpenge, rådighedskrav, aktivering med videre, end vi har herhjemme. Spørgsmålet må nu være, hvilke konsekvenser det skal have, at evidensen bag tilgangseffekten er så svag, og at de få empiriske resultater, der foreligger fra udlandet, peger på en markant mindre tilgangseffekt, end hvad Finansministeriet antager i dag. Indtil der foreligger en mere generel revision af dagpengemodellen, bør tilgangseffekten enten helt suspenderes, alternativt bør den som minimum nedskaleres, så den kommer på linje med de få empiriske studier, der findes.

Adfærdseffekterne på dagpengeområdet er et klokkeklart eksempel på, hvor stor politisk indflydelse regnereglerne har. Som det er i dag femdobler de negative dynamiske effekter generelt den umiddelbare finanspolitiske regning ved en generel stigning i dagpengeniveauet. Så det, der koster 200 millioner kroner, ender med en samlet regning på 1 milliarder kroner. Heraf forklarer tilgangseffekten 35-45 procent af den samlede dynamiske effekt. Vi er også overbevist om, at hvis ikke effekten på "beskæftigelsestillægget" var blevet nedskaleret, var "trappemodellen" heller ikke blevet en realitet i aftalen bag "Danmark kan mere 1". Det er derfor afgørende, at regnereglerne hviler på et solidt og empirisk underbygget grundlag.

DANSK METAL

Konjunkturvurdering

Genopretningen efter coronakrisen er gået markant hurtigere end forventet – også hurtigere end i andre lande. Vismændene fremhæver i den forbindelse den danske industriproduktion som én af de afgørende faktorer for den hurtige genopretning.

Dansk Metal er enige. Industrien har stor ære af, at væksten sidste år blev den højeste i 27 år, og Dansk Metal kan i høj grad nikke genkendende til fremgangen i industrien. Siden maj 2020 er ledigheden blandt Dansk Metals medlemmer faldet markant og nåede i april 2022 ned på 1,5 pct. Det er på niveau med ledigheden før finanskrisen.

Vismændene forventer dog på grund af krigen, den høje inflation og de stigende renter en opbremsning i økonomien. Som følge af opbremsningen stiger arbejdsløsheden, men konsekvenserne for dansk økonomi er ikke uoverskuelige.

Dansk Metal er enige i, at der kommer en opbremsning, og hvis Rusland slukker for gassen, vil vi også se længere ledighedskøer. I de scenarier, som blandt andet Finansministeriet har fremlagt, når bruttoledigheden op på 130-135.000 fuldtidspersoner. Et sådant tilbageslag skal naturligvis ikke negligeres, men det er ikke en ny finanskrise, hvor ledigheden kom op på 165.000 fuldtidspersoner. Den slags beregninger er selvfølgelig forbundet med stor usikkerhed, men de er alligevel interessante, fordi de viser, at der skal meget til at vælte dansk økonomi omkuld.

Konkurrenceevnen er stærk, og husholdningerne har sparet op. Det mindsker risikoen for en hård landing.

Vismændene udtrykker bekymring for, at der opstår en lønprisspiral. I vismændenes prognose undgår vi dog en skadelig lønprisspiral, selvom lønstigningerne i 2023 forventes at komme op på 4,6 procent.

Dansk Metal mener, at dansk økonomi godt kan tåle, at lønstigningerne i en periode er højere herhjemme end i udlandet. Produktiviteten i industrien er de sidste ti år steget betydeligt mere end i udlandet. Konkurrenceevnen er ekstremt god. Derfor er der i øjeblikket plads til højere lønstigninger end i udlandet.
Af vismændenes prognose fremgår det endda, at Danmark heller ikke taber markedsandele på eksportmarkedet trods den kraftigere lønfremgang. Det vidner om, at dansk økonomi godt kan holde til markant kraftigere lønstigninger, end vi har set i de senere år.

Det er dog vigtigt at Den Europæiske Centralbank strammer pengepolitikken. Jo længere tid ECB venter med at stramme pengepolitikken, jo højere rentestigninger kan ECB senere hen blive tvunget til for at tøjle inflationen.

Den økonomiske politik

Finanspolitik

Vismændene mener, at finanspolitikken er for lempelig. Dansk Metal er enige i, at politikerne skal passe på med at føre en for lempelig finanspolitik. Dansk Metal bakker dog op om det nationale kompromis. Samtidig skal man være opmærksom på, at når flere aktører – herunder Dansk Metal - argumenterer for at fx befordringsfradraget bør hæves på grund af de høje benzinpriser, er det for at sikre arbejdskraftens mobilitet.

Dansk Metals medlemmer pendler langt til og fra arbejde – også længere end den typiske lønmodtager - men de høje benzinpriser bringer mobiliteten i fare. Derfor giver det god mening at øge kørselsfradraget.

Underskudsgrænsen i budgetloven

Partierne bag det nationale kompromis er enige om, at underskudsgrænsen på den strukturelle saldo fremover må være på op til 1 procent af BNP fremfor som hidtil maksimalt ½ procent af BNP. Formandskabet mener der er gode argumenter for at lempe underskudsgrænsen.

Det er Dansk Metal helt enige med vismændene i. Det kan dog blive nødvendigt at prioritere i de offentlige udgifter. Det er en bunden opgave at hæve forsvarsudgifterne. Med løftet i forsvarsudgifterne er der fortsat plads til, at den offentlige service kan følge med befolkningsudviklingen, men der er ikke plads til meget større armbevægelser end det.

Aftale om en ny reformpakke for dansk økonomi

Vismændene påpeger, at flere af elementerne i beregningerne hviler på et svagt grundlag og efterlyser en varedeklaration af beregningerne, som foreslået i efterårsrapporten 2021, så usikkerhederne fremstår tydeligere.

Dansk Metal er enige med vismændene i, at beregningerne bør varedeklareres. Når det er sagt, er Dansk Metal dog glade for mange af elementerne i aftalen.

Aftalen er en klar forbedring for kernetropperne på det danske arbejdsmarked. Dagpengene er blevet udhulet gennem mange år, og det har truet den danske arbejdsmarkedsmodel. Men nu bliver det igen mere attraktivt at være medlem af en a-kasse, fordi dagpengene bliver forhøjet i de første tre måneder, man er ledig.

Det er en klar styrkelse af den danske model, som kommer alle til gode. Arbejdsgivernes ret til let at kunne hyre og fyre - og dermed omstille sig hurtigt – forudsætter, at der er et ordentligt sikkerhedsnet for lønmodtagerne.

Reformkommissionen

Reformkommissionens anbefalinger, “Nye reformveje 1”, forsøger at målrette uddannelserne i Danmark bedre mod arbejdsmarkedet. Samtidig foreslår kommissionen en omfordeling af ressourcerne, så SU’en på kandidatuddannelserne bliver et lån, hvilket vismændene finder hensigtsmæssigt.

Dansk Metal bakker op om reformkommissionens anbefalinger. Det skal være en forberedelse til at få et arbejde, når de unge tager en uddannelse. Uddannelserne skal selvfølgelig være rettet mod arbejdsmarkedet.

Pensionskommissionen
Pensionskommissionen har fremlagt sine anbefalinger til en mere lempelig indeksering af folkepensionsalderen. Den anbefalede indeksering halverer de fremtidige forhøjelser af pensionsalderen og sikrer dermed, at alle generationer får den samme andel af livet på pension.

Med kommissionens forslag vil de offentlige finanser fortsat være overholdbare med 0,4 procent af BNP ifølge Finansministeriet.

Vismændene anfører, at forslaget giver anledning til at diskutere fremtidens finanspolitiske prioriteringer og understreger, at der er usikkerheder i forhold til holdbarheden af de offentlige finanser.

Dansk Metal anerkender, at der er usikkerheder, men selve grundlaget for holdbarheden af de offentlige finanser risikerer at smuldre, hvis politikerne ikke øger pensionsalderen på en mere retfærdig måde, end det sker i dag.

Den nuværende stigning i pensionsalderen indebærer, at andelen af livet, man har ret til at være på pension, falder på tværs af generationerne, fordi levealderen stiger. Det er ikke retfærdigt, og det svækker opbakningen til at hæve pensionsalderen.

Kommissionens forslag er både retfærdigt og økonomisk ansvarligt.

Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
Formandskabet har undersøgt grundlaget for den såkaldte tilgangseffekt i dagpengemodellen, som anvendes af centraladministrationen til at beregne konsekvenser af ændringer i dagpengeydelsen og dagpengelængden.

Tilgangseffekten dækker over, hvor mange beskæftigede der overgår til dagpenge, hvis dagpengesatsen øges. Vismændene konkluderer, at grundlaget for tilgangseffekten er svagt.

Blandt andet fremhæver vismændene, at mængden af den videnskabelige litteratur, der belyser størrelsen af tilgangseffekten ved ændringer i dagpengereglerne, er "begrænset".

Dansk Metal håber, ministerierne lytter til vismændene og gentænker dagpengemodellen.

Uden et ordentligt sikkerhedsnet ville de danske lønmodtagere kræve lange opsigelsesvarsler og høje fratrædelsesgodtgørelser. Som konsekvens ville arbejdsmarkedet være mindre fleksibelt, hvilket igen ville medføre færre jobåbninger, højere langtidsledighed og ungdomsledighed. Det forhold fanger dagpengemodellen ikke, som den er udformet i dag.

DI – DANSK INDUSTRI

Vismændene påpeger, at finanslovsforslaget for 2022 indebar en lempelse af finanspolitikken i forhold til 2019, hvor kapacitetspresset var mindre udtalt. De fremhæver, at der siden vedtagelsen af finansloven er aftalt flere lempelser blandt andet i form af flere udgifter til vacciner og test, kompensation for højere energiudgifter og øgede udgifter til ukrainske flygtninge. De vedtagne merudgifter er hovedsageligt ufinansierede. Den i forvejen lempelige finanspolitik er dermed lempet yderligere. Samlet skønnes finanspolitikken at øge aktivitetsniveauet i 2022 med ca. 1¼ pct. i forhold til 2019.

DI er enig med vismændene i, at der er behov for en stram og ansvarlig finanspolitik. Selv om krigen i Ukraine og den stigende inflation påvirker væksten negativt, er der stadigvæk udsigt til en meget høj beskæftigelse og lav ledighed. Det er derfor vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end regeringen lægger op til.

DI er enig med vismændenes vurdering af, at varmechecken, der blev givet til boligejere, er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun meget indirekte er knyttet til krigen i Ukraine. Sådanne udgifter bør ikke kunne undtages fra saldogrænsen med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

DI er enig med vismændene i, at man bør undgå ufinansierede tiltag set fra et samfundsøkonomisk perspektiv, da ufinansierede udgifter og kompensationer vil bidrage til at øge inflationen og inflationsforventningerne.

Vismændene fremhæver igen behovet for at sænke budgetlovens underskudsgrænse. DI er uenig med vismændene om, at der er behov for at sænke underskudsgrænsen i budgetloven. Budgetloven har ikke været en hindring for at føre den rette finanspolitik. Det er vigtigt, at der holdes fast i de øvrige elementer i budgetloven, som både sikrer ansvarlighed og den nødvendige fleksibilitet.

Vismændene skriver også denne gang, at det vil være en god ide at sænke beløbsgrænsen i beløbsordningen, og at ændringerne bør være permanente. Det er DI helt enig i. Det vil have en sikker positiv effekt på de offentlige finanser. Samtidig vil det øge virksomhedernes adgang til medarbejdere, uden at der vil være nævneværdige fordelingsmæssige konsekvenser.
Vismændene nævner også pensionskommissionens rapport. Her anbefales det, at man indfører en langsommere stigning i folkepensionsalderen efter 2045. DI mener, at det er for tidligt at træffe beslutning om, hvad der skal ske i 2045. Det er allerede aftalt, at Folketinget i 2030 skal beslutte pensionsalderen for 2045. Det giver et varsel på 15 år, hvilket er mere end rigeligt.

DI er enig i, at indretningen af kapitalindkomstbeskatningen bør tilstræbe skattemæssig neutralitet – og at de danske regler selvvalgt er unødigt komplicerede og bør tilnærmes neutralitet og mere enkelhed.

Et godt eksempel, hvor man kan komme længere i retning af skattemæssig neutralitet, er rentefradraget. DI er enig i, at en gradvis reduktion af rentefradragets skatteværdi vil trække i retning af et mere neutralt skattesystem.

DI er modstander af særskatten på den finansielle sektor. Særskatter er generelt en dårlig idé, og vi er enige med vismændene i, at begrundelsen for særskatten er uklar. Endvidere er det DI´s vurdering, at særskatten risikerer at blive overvæltet i et forhold tæt på 1:1 på private bankkunder.

Regeringen har foreslået billigere lånemuligheder til at udskifte gasfyr ved at fjerne tinglysningsafgiften til det formål. DI støtter forslaget – og mener mere generelt, at tinglysningsafgiften (som tidligere foreslået af vismændene) udelukkende skal afspejle de faktiske administrative omkostninger ved tinglysning, og ikke være en pengemaskine for staten.

DI er enig med vismændene i, at man skal være varsom med at blande for mange hensyn i designet af en tilskudsmodel for udskiftning af olie og gasfyr. Der er et generelt politisk ønske om at fremme udskiftning af især gasfyr, men tilskud/fradrag bør ske efter en ensartet model med et generelt omstillingstilskud/-fradrag, der omfatter både investering og den arbejdsløn, der medgår ved installationen. Efter det i DI´s optik beklagelige ophør af energirenoveringsdelen af boligjobordningen pr. 1. april, er der nu en række forskellige puljer, som skal opfylde nogle af de samme formål, eksempelvis Bygningspuljen og fjernvarmepuljen. DI ser gerne, at man får samtænkt disse puljer til en mere smidig og ubureaukratisk model, hvor man er garanteret tilskud/fradrag, når nogle bestemte kriterier er opfyldt. Dvs. hvor man ikke skal søge på et bestemt tidspunkt, og hvor der er et loft over støttepuljen. Samlet set er det i DI´s optik ikke nødvendigt at tilføre yderligere midler til en sådan ny samtænkt og omlagt tilskuds/fradragsmodel.

Vi har oplevet markant fremgang i dansk økonomi og beskæftigelsen er steget voldsomt frem til 1. kvartal 2022. Men inflationen er steget markant, hvilket alt andet lige dæmper den globale produktion og efterspørgsel. Der er derfor udsigt til stilstand i dansk BNP gennem 2022.

Vismændene påpeger, lige som DI, at udviklingen i international økonomi er forbundet med betydelig usikkerhed. Vismændene lægger en lidt mere negativ udvikling i international økonomi til grund for udviklingen i de kommende år end DI og regeringen. Vismændene venter derfor en noget lavere vækst i 2023 end DI og regeringen, hvilket dog blot understreger den store usikkerhed om udviklingen.
Vismændene viser, at de regneregler, som centraladministrationen anvender til opgørelse af tilgangseffekten, på flere områder ikke afspejler den nyeste forskningsmæssige viden om, hvilke mekanismer der ligger bag en ændret tilgang til dagpenge. Dermed formår den anvendte dagpengemodel ikke at opgøre en retvisende tilgangseffekt af ændringer i dagpengesystemet. Vismændene konkluderer på den baggrund, at der er et behov for at gentænke regneprincipperne for tilgangseffekterne på dagpengeområdet.

DI vil gerne kvittere for, at vismændene har påtaget sig en ny opgave med at vurdere centraladministrationens regneprincipper i form af adfærdsforudsætninger og konsekvensvurderinger

af den økonomiske politik. DI vil også gerne kvittere for, at vismændene konkret er startet med at vurdere ministeriernes beregninger af tilgangseffekterne i dagpengemodellen, som ligger til grund for den virkning på arbejdsudbuddet, som ministerierne indregner fra ændringerne af dagpengereglerne i Danmark kan mere I. Vismandsrapportens vurdering bygger på en gennemgang af nyere videnskabelig litteratur og viser, at der er behov for at gentænke regneprincipperne på dagpengeområdet. Det, mener DI, understreger vigtigheden af vismændenes nye rolle, og DI opfordrer centraladministrationen til at bruge anbefalingerne fra vismændene til at skærpe sine regneprincipper.

SMVDANMARK

Økonomisk politik
SMVdanmark er enig med formandskabet i, at finanspolitikken i 2022 burde være strammere. Helt lavpraktisk ville det være formålstjenligt i den nuværende højkonjunktur, hvis den offentlige beskæftigelse ikke var steget med 34.200 fra februar 2020 til marts 2022. En nedjustering til niveauet af offentlig beskæftigelse, som den var inden Coronakrisen, ville føre til en strammere finanspolitik, og ville frigøre arbejdskraft til privat beskæftigelse.

SMVdanmark noterer sig, at det ikke kun er på finanspolitikken, at der desværre har været en manglende rettidig omhu. Både i forhold til reaktionsevne på inflationspres og på forward guidance er det relevant at rette en kritik mod ECB, fordi troværdigheden om 2 pct.-målsætningen er særdeles vigtig for den kommende løndannelse og risikoen for en lønprisspiral. I den forbindelse er det værd at notere sig, at kerneinflationen ligger klart over 2 pct.-målsætningen.

I forhold til diskussionen om virksomhedernes reaktion på uventet inflation vil SMVdanmark tilføje, at virksomheders reaktion på uforudsete prisstigninger også afhænger af kontraktlige bindinger og mulighederne for at foretage prisjusteringer ex post kontraktindgåelse. Dette gør sig i særdeleshed gældende i bygge- og anlægsbranchen for virksomheder med under 100 ansatte, hvor hver tredje omsætningskrone i 2022 er bundet af fastpriskontrakter uden mulighed for regulering. I SMVdanmark hæfter vi os ved, at virksomheder i størstedelen af brancherne oplever en faldende profitmargin som følge af øgede virksomhedsomkostninger. I bygge- og anlægsbranchen er profitmarginen faldet med 26 pct. over de seneste 2 år. Samtidig er det kun 28 pct. af virksomhederne i branchen, som ikke er begrænset i deres produktion, hvilket er historisk lavt.

SMVdanmark erklærer sig enig i, at varmechecks og øgede forsvarsudgifter ikke kan opfattes som exceptionelle begivenheder inden for vækst- og stabilitetspagten.

Konkrete anbefalinger
SMVdanmark er enig med formandskabet i, at en sænkelse af beløbsgrænsen bør gøres permanent som et tiltag, der skaber strukturelle fordele på arbejdsmarkedet. Formandskabet forholder sig ikke til det foreslåede niveau for beløbsgrænsen, og her foreslår SMVdanmark at reducere grænsen til 325.000 kr. De danske virksomheder har akut brug for arbejdskraft. Det

betyder, at store dele af erhvervslivet er nødsaget til at sige nej til ordrer. På nuværende tidspunkt er der 2 ledige stillinger pr. bruttoledig, hvilket ikke er set højere siden primo 2008. På længere sigt vil en lavere beløbsgrænse potentielt kunne modvirke flaskehalse blandt særlige grupper af faglærte.

SMVdanmark har ingen principiel modstand ift. at reducere rentefradraget til 22 pct. I givet fald bør man imidlertid sikre, at det ikke fører til et stigende skattetryk. Det er derfor afgørende, at provenuet (på ca. 5 mia. kr.) føres tilbage i form af skattelettelser. Det vil desuden være en fordel, hvis en sådan ændring sker under gode konjunkturer og i en tid med færre økonomiske usikkerheder, end hvad der er tilfældet i det nuværende klima.

SMVdanmark er enig med formandskabet i, at der bør gennemføres en klimapolitik baseret på ensartet CO_2-afgift uden fordyrende særordninger. Formandskabet bemærker, at rabatten for udledninger fra mineralogiske processer medfører en meromkostning på 1 mia. kr., mod at ca. 800 arbejdspladser bliver fastholdt. Det er 1,25 mio. kr. pr. arbejdsplads. Til sammenligning ligger den gennemsnitlige aflønning af ansatte i branchen Betonindustri og teglværker på ca. ½ mio. kr. Samtidig bemærkes det, at rabatten vil give et tilsvarende tab af arbejdspladser andre steder i økonomien, hvor offentligheden i mindre grad er på fornavn med virksomhederne. Rabattens globale klimaeffekt vurderes at være begrænset.

Helt parallelt med særlige støtteordninger i klimapolitikken er SMVdanmark imod en særskat på den finansielle sektor. Finansministeriet har skønnet, at renten på udlån fra danske banker i gennemsnit vil stige med omkring 0,1 pct. point, som følge af særskatten for den finansielle sektor. Ifølge Finans Danmark vil det medføre en ekstra regning til danske virksomheder med under 250 ansatte på 900 mio. kr. Imens omkostningerne for store virksomheder kun øges med 100 mio. kr. Det er altså i høj grad SMV'erne og deres kunder, som betaler statens skatteprovenu fra særskatten på den finansielle sektor.

SMVdanmark noterer sig opbakning fra formandskabet til at fjerne tinglysningsafgiften, hvilket vil mindske forvridning på lånemarkedet. En afskaffelse af tingslysningsafgiften er relevant i forbindelse med finansiering af den grønne omstilling, fordi det fjerner unødige barrierer. Pointen er dog ikke afgrænset til den grønne omstilling, idet afgiften forvrider generelt. Skatteministeriet har tidligere anslået provenuet for 2022 til 8,55 mia. kr., og dødvægtstabet ved afgiften må også formodes at være betragteligt. En fjernelse af tinglysningsafgiften er et godt strukturtiltag, som med fordel kan bringes i anvendelse ved en kommende afdæmpning af den økonomiske aktivitet. I lighed hermed ligger der en barriere i lange byggesagsbehandlingstider. SMVdanmark opfordrer på den baggrund formandskabet til at sætte fokus på de samfundsøkonomiske omkostninger af regulering og administration på de områder, hvor der er klare tegn på udfordringer. Det gælder f.eks. jobcentrene, der koster 13 mia. kr. om året, og hvis resultater er begrænsede, samt på byggesagsbehandlingen.

I forhold til formandskabets kommentarer vedr. håndteringen af fremtidige epidemier er formandskabets teoretiske udgangspunkt forståeligt. Epidemirelaterede erhvervsordninger bør så vidt muligt være målrettede. SMVdanmark vil dog henlede opmærksomheden på de uheldige

politiske dynamikker, som målrettede hjælpepakker kan give anledning til. Det gælder fx anbefalinger i stedet for forbud og regulering, der de facto betyder nedlukning, fordi det undergraver forretningsmodellen for enkeltvirksomheder, og dermed fjerner forretningsgrundlaget eller skaber kraftigt øgede omkostninger. De danske erfaringer fra Coronakrisen i både embedsværket og hos interessenter er, at målrettede ordninger er stort set umulige at etablere grundet den intense sammenfletning i leverandørkæderne i dansk erhvervsliv, og at der kan være en reel afvejning mellem rettidighed og målrettethed.

SMVdanmark hilser formandskabets ønske om CBA-tilgang til finansiel regulering velkommen. Som en overordnet bemærkning kan nævnes, at risikoen for dobbeltregulering og generel overregulering stiger med mængden af regulering. SMVdanmark noterer, at reduceret kreditadgang for virksomheder kan have brede negative samfundsøkonomiske virkninger, hvorfor det ikke er overraskende, at den makroprudentielle regulering er lavere end for husholdningerne. Det handler bl.a. om lavere investeringer, kapitalapparat og langsigtet vækst samt om reduceret konkurrencepres fra iværksættere og andre SMV'er, som får reduceret deres kreditmuligheder.

SMVdanmark bakker op om formandskabets anbefaling om at indføre kvalitetsdeklarationer af konsekvensvurderinger for at tydeliggøre analysers kvalitet og usikkerheden på beregninger fra ministerierne. Desuden bør centraladministrationens konsekvensvurderinger af politiske reformer, som f.eks. tilgangseffekten, baseres på den nyeste empiri og viden. SMVdanmark tilslutter sig princippet om, at centraladministrationens beregninger så vidt muligt baseres på den adfærd og kontekst, som beregningen avendes i.

LANDBRUG & FØDEVARER

Økonomiske politik

Formandskabet vurderer, at finanspolitikken skubber på aktivitetsniveauet i dansk økonomi. Det strukturelle underskud forventes at ende på 0,6 pct. af BNP og overtræder dermed underskudsgrænsen givet i budgetloven. Landbrug & Fødevarer er dog enige i, at der er ekstraordinære omstændigheder, der kan begrunde overtrædelsen af underskudgrænsen.

Landbrug & Fødevarer deler formandskabets vurdering af, at finanspolitikken ikke bør være lempelig. En lempelse af finanspolitikken bidrager til at øge efterspørgselspresset, hvilket vurderes at være uhensigtsmæssigt set i lyset af det høje aktivitetsniveau. Derfor er vi enige i, at finanspolitikken i stedet burde bidrage til at dæmpe efterspørgselspresset, og derfor være strammere end den aktuelt ser ud til at blive. Her ser Landbrug & Fødevarer også positivt på formandskabets vurdering af, at den lavere saldogrænse i budgetloven ikke bør anvendes til at lempe finanspolitikken i den nuværende situation.

Et flertal af partier i folketinget er enige om at revidere underskudsgrænsen for den strukturelle saldo til 1 pct. i stedet for den nuværende grænse på ½ pct. Formandskabet har tidligere anbefalet netop denne ændring med opbakning fra Landbrug & Fødevarer. Den demografiske

udvikling og den iboende usikkerhed i opgørelsen betyder, at der på mellemlang sigt kan forventes strukturelle underskud på kanten af budgetlovens grænse, der kan føre til uhensigtsmæssige stramninger af finanspolitikken.

Formandskabet vurderer, at et underskudsmål i 2030 på ½ pct. af BNP kan overholdes, da den konkrete fremskrivning indebærer en udsigt til et underskud på den strukturelle saldo på ca. ¼ pct. af BNP. Denne vurdering er Landbrug & Fødevarer enig i. Aftalen om dansk sikkerhedspolitik indebærer imidlertid et løft af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP. Hvis forsvarsudgifterne og saldomålsætningen skal forenes, så vurderer formandskabet, at det kan blive nødvendigt at reducere væksten i de offentlige udgifter, gennemføre reformer eller hæve skatter. Denne vurdering ser Landbrug & Fødevarer positivt på.

En ny reformpakke for dansk økonomi
Regeringen og en række partier indgik i januar 2022 aftale om "En ny reformpakke for dansk økonomi", der skønnes at øge beskæftigelsen med 12.000 personer. Landbrug & Fødevarer mener, at reformpakkens forslag indeholder en række positive incitamenter, der vil øge arbejdsudbuddet. Dette vedrører ændringer i regler for modregning i pensioner samt ændringer i dagpengesystemet for dimittender.

Beløbsordning og udenlandsk arbejdskraft, udspil
Regeringen har lagt op til en midlertidig reduktion af beløbsgrænsen i beløbsordningen, som regulerer virksomhedernes muligheder for at ansætte personer fra et land udenfor EU. Der er lagt op til, at reduktionen skal gælde i 2 år. Landbrug & Fødevarer er enige med formandskabet i, at en sænkelse af beløbsgrænsen vil tiltrække nødvendig udenlandsk arbejdskraft, ligesom Landbrug & Fødevarer også gerne ser at ordningen bliver permanent og dermed struktur- og produktivitetsforbedrende.

Reformkommissionen
I april 2022 præsenterede Reformkommissionen "Nye Reformveje 1". Landbrug & Fødevarer deler analysen af, at mange kandidatuddannelser kan forkortes uden produktivitetstab, hvis ændringen kombineres med tiltag, der øger erhvervsrelevansen og kvaliteten i uddannelserne. Landbrug & Fødevarer er desuden enig med formandskabet i, at kommissionens forslag om at omlægge SU-stipendiater på kandidatdelen til lån vil reducere de offentlige udgifter uden negative effekter på uddannelsesniveauet. Landbrug & Fødevarer mener dog, at man nøje skal overveje, hvilke uddannelser der skal omfattes i første omgang og sikre et samspil med virksomhederne.

Låneregulering
Landbrug & Fødevarer er enige i, at de mikro- og makroprudentielle tiltag i reguleringen af både bolig- og erhvervsudlån har haft en effekt, og at der i nogle tilfælde har været behov for at skærpe reguleringen af lånemarkedet. Formandskabet fremhæver, hvilket Landbrug & Fødevarer finder fornuftigt, at man bør afveje gevinster og omkostninger ved hvert enkelt tiltag, således reguleringen forekommer velbegrundet.

Landbrug & Fødevarer finder i lighed med formandskabet, at begrænsninger i afdragsfriheden skal kunne begrundes ud fra særlige forhold, da afdragsfrihed for virksomheder kan være et konjunkturstabiliserende tiltag på lang sigt, idet afdragsfrihed på lange lån kan give mulighed for at betale af på anden og dyrere gæld.

Formandskabet påpeger, at skulle man ønske at reducere bruttogælden, vil der kunne implementeres andre tiltag end den nuværende regulering, herunder ændringer i beskatning af renteudgifter eller indkomst fra ejerboliger (ejendomsværdiskat). Landbrug & Fødevarer vil påpege, at en høj bruttogæld i sig selv ikke er et faresignal. Det bliver først et faresignal, når denne gæld ikke kan serviceres. Derfor bør man være meget påpasselig med at indføre yderligere tiltag af ovenstående karakter.

Klima- og energipolitik
Formandskabet fremhæver sit synspunkt om, at regeringens forslag til en grøn skattereform er samfundsøkonomisk dyrere end en fuldstændig ensartet afgift. Landbrug & Fødevarer mener, at formandskabet bør skele til, at klimalovens guidende principper omfatter mere end blot omkostningseffektivitet. Dette vedrører sammenhængskraft og social balance, og at indenlandske reduktioner ikke blot flytter til udlandet. Det er Landbrug & Fødevarers opfattelse, at Formandskabet ser bort fra disse principper.

Vismændene nævner, at der ifølge regeringen efter regeringens udspil udestår en manko på 5-7 mio. tons i 2030, hvoraf langt hovedparten skal findes i landbruget. Landbrug & Fødevarer mener, at landbrugsaftalen sikrer landbrugets bidrag til 70 pct. målet, og at der derfor ikke er brug for en CO_2e-afgift på landbruget.

Hjælpepakker ved fremtidige epidemier
Formandskabet nævner, at hjælpepakker i forbindelse med fremtidige epidemier bør forbeholdes de virksomheder, der enten er systemisk vigtige eller som de jure eller de facto er nedlukkede som følge af en sundhedskrise. Landbrug & Fødevarer er enig med formandskabet i, at virksomheder, der påføres et tab som følge af en nedlukning, skal kompenseres. Men det er centralt, at denne erstatning er et retskrav, som de var i den gamle epidemilov.

Konjunktur
Formandskabet vurderer, at dansk økonomi er kommet relativt solidt igennem coronapandemien, med stor fremgang i 2021. Det høje aktivitetsniveau er fortsat ind i 2022 med et beskæftigelsesniveau på 3,5 pct. over det skønnede strukturelle niveau. Sideløbende med det høje aktivitetsniveau er prisen på energi og de fleste råvarer steget betragteligt. Renterne har i kølvandet på den stigende inflation rejst sig i forventning om snarlige pengepolitiske indgreb.
Formandskabet forventer, at de skitserede negative udviklinger vil give en mere afdæmpet økonomisk udvikling i 2022 og lav vækst i 2023. BNP forventes at vokse 3,5 pct. i 2022 sammenlignet med året før og i 2023 ventes BNP at stige med 0,6 pct. Inflationen forventes at være på 4,9 pct. i 2022.

Landbrug & Fødevarer deler formandskabets vurdering af, at den danske økonomi er kommet relativt godt igennem coronapandemien. Men også, at økonomiens udvikling i år og i 2023

påvirkes negativt af flere økonomiske forhold, herunder høj inflation og et stigende renteniveau. Landbrug & Fødevarer deler ligeledes formandskabets vurdering af, at den nuværende økonomiske situation er forbundet med stor usikkerhed.

DANSK ERHVERV

Dansk Erhverv vil gerne kvittere for en spændende og oplysende rapport. Dansk Erhverv værdsætter både de sædvanlige kapitler om konjunkturer og holdbarhed, der er gode til at kvalificere den økonomisk situation, vi befinder os i. Også tak for et interessant og relevant kapitel, der sætter fokus på regneprincipperne bag den vigtige reformdagsorden.

Finanspolitik
Rådet fremfører, at dansk økonomi fortsat vil vokse med 3,5 pct. i år, og at outputgap'et for beskæftigelsen vil være ca. 3,5 pct. Samtidig fremfører Rådet, at finanspolitikken stimulerer økonomien i 2022 med 1,25 pct. af bnp ift. 2019, og at der siden finanslovens vedtagelse er gennemført ufinansierede tiltag for i alt ca. 15 mia. kr. Det er derfor også Rådets vurdering, at der i den aktuelle situation er behov for kontraktiv finanspolitik og ikke en ekspansiv finanspolitik, som den der føres nu.

Det budskab støtter Dansk Erhverv. Finanspolitikken bør strammes for at mindske kapacitetspresset i dansk økonomi. En reduktion i den offentlige beskæftigelse vil dertil kunne afhjælpe en del af de nuværende omfattende rekrutteringsudfordringer i den private sektor. Yderligere finanspolitiske lempelser bør som minimum være fuldt finansierede. Det vil kunne bidrage til at begrænse den begyndende overophedning af dansk økonomi, vi ser i øjeblikket.

Udenlandsk arbejdskraft og beløbsgrænsen
Rådet fremfører, at beskæftigelsesgabet i år løber op på ca. 3,5 pct. I den sammenhæng anbefaler Rådet at gøre den lavere indtægtsgrænse i beløbsordningen for udenlandsk arbejdskraft permanent og fremhæver, at det vil have en strukturforbedrende effekt.

Vi noterer os i den forbindelse, at et sådant politisk tiltag ifølge Rådet ikke vurderes at have betydelige, varige fordelingsmæssige konsekvenser for herboende danskere. Vi ser fortsat også manglen på arbejdsudbud som en af de absolut største udfordringer for dansk økonomi lige nu på tværs af brancher og på trods af krigen i Ukraine. Ifølge beregninger fra Dansk Erhverv har erhvervslivet tabt mindst 49 mia. kr. i omsætning fra februar til april 2022 på grund af. manglen på arbejdskraft. Derfor bakker vi varmt op om Rådets anbefaling om at sænke grænsen permanent. Det er også et initiativ, der kan hjælpe på kort sigt.
Så meget desto værre er det, at der pt. ikke er flertal for en politisk aftale om at sænke indtægtsgrænsen i beløbsordningen. Dansk Erhverv anbefaler, at den bliver reduceret til 360.000 kr. fra de nuværende 448.000 kr. pr. år. Udover indtægtsgrænsen er det afgørende at få nedbragt ventetiden på at få godkendt en opholds- og arbejdstilladelse, og at kravet om dansk bankkonto ophæves. I lyset af udfordringerne kunne vi dog godt have ønsket os flere anbefalinger til, hvordan vi hurtigt kan øge udbuddet af arbejdskraft. Det vil også kunne stabilisere økonomien i den aktuelle situation.

Grøn omstilling med uens CO_2-afgift og tilskud
Formandskabet fremfører, at den differentierede CO_2-beskatning på tværs af brancher og anvendelse i udspillet til en grøn skattereform er ineffektiv, og at det vil fordyre klimapolitikken betydeligt. Samtidig vurderer vismændene, at den globale klimaeffekt af differentierede CO_2-afgifter for cementindustrien gennem lækage er begrænset. Det skyldes bl.a. høje transportomkostninger, lav importkonkurrence og høje markupper i cementindustrien, samtidig med at den danske cementindustri er mere CO_2-intensiv end anden cementindustri i EU. Endelig fremfører Formandskabet, at de annoncerede tilskudspuljer vil kunne øge usikkerheden om de fremtidige rammevilkår for den grønne omstilling og dermed bidrage til at forsinke den grønne omstilling.

I Dansk Erhverv er vi enige i den analyse. Vi anbefaler derfor også en høj, ensartet CO_2-afgift for alle, hvor provenuet føres tilbage til virksomhederne via brede skattelempelser i form af bl.a. en sænkning af selskabsskatten og indførelse af et grønt investeringsfradrag gældende i en kort årrække. Det vil gøre os grønnere og rigere, i stedet for at gøre os grønnere og fattigere.

I forhold til sikring af energisikkerheden og uafhængighed af russisk gas, er det et europæisk problem, da energimarkederne er europæiske/globale, og da vi solidarisk deler vores gas med vores naboer ved en forsyningskrise. Derfor bør alle kræfter sættes ind på reduktion af gasforbruget og navnlig på konvertering af gas til el- og fjernvarmebaserede løsninger, som der allerede arbejdes på.

FORBRUGERRÅDET TÆNK

Forbrugerrådet Tænk har som udgangspunkt ikke bemærkninger til indretningen af kapitalafkastbeskatningen, herunder evt. reduktion af rentefradraget, da det ligge udenfor vores arbejdsfelt. Men hvis der fra politisk hold gennemføres en reduktion af rentefradraget finder vi reduktionen bør indfases med en lang overgangsordning da mange, herunder boligejere, har baseret deres privatøkonomi på de nugældende regler.

Forbrugerrådet Tænk hilser en grøn skattereform velkommen og vi finder på linje med formandskabet, at en generel og ensartet CO_2-afgift vil være mest hensigtsmæssig og samfundsøkonomisk billigst. Samtidig er det vigtigt, at forbrugernes valg understøttes af gennemsigtighed og mærkning af produkter og ydelsers bæredygtighed.

Endvidere finder Forbrugerrådet Tænk det hensigtsmæssigt (side 27 - 28) at fremme en hurtigere grøn omstilling ved, som foreslået i regeringens udspil, at give mulighed for statsgaranterede og billige lånemuligheder til at udskifte gasfyr, bl.a. ved at fjerne tinglysningsafgiften.

Forbrugerrådet Tænk mener i forhold til kapitel II:
Inflationen er tiltaget ganske betydeligt. Det er et billede i Forbrugerrådet Tænk kan genkende hos forbrugerne. De stigende forbrugerpriser har meget stor fokus hos forbrugerne og for visse grupper med en stram økonomi er de stigende forbrugerpriser et ekstra hårdt økonomisk slag, bl.a. fordi regulering af indtægtsgrundlaget for disse grupper er begrænset eller først sker med en betydelig forsinkelse mens prisstigningerne sker her og nu.

Der har bl.a. i pressen været diskussioner om, at virksomheder har benyttet den aktuelle situation til at hæve priserne unødig meget mere end omkostningsstigningerne tilsiger. Formandskabet henviser (side 75) til Produktivitetsrådets rapport, der udkom for nylig. Forbrugerrådet Tænk har læst rapporten med stor interesse og finder rapporten en smule overset i offentligheden. Rapporten når frem til, at Mark-up (prisen ift. omkostningerne, dvs. virksomhedernes muligheder for at overvælte omkostninger i salgsprisen til forbrugerne) i en række brancher er steget betydeligt de senere år, hvilket indikere større markedsmagt og svagere konkurrence. Forbrugerrådet Tænk finder, at disse konklusioner bør følges op af analyser af mulige tiltag til hvorledes konkurrence kan stimuleres.

Også renterne er steget (side 56 ff.). Udsigten til pengepolitiske stramninger for at dæmpe inflationen har medført, at renterne er steget, især de lange renter på boliglån er steget og der kan forventes yderligere stigninger. De stigende boligrenter har givet anledning til øget aktivitet i form at såkaldte opkonverteringer. Forbrugernes mål med opkonvertering er at skære en del af restgælden, da indfrielse af fastforrentede lån er blevet billigere på grund af. kursfald, når renten stiger. Ulempen ved opkonvertering er, at forbrugeren skal betale en højere rente på det nye lån. Og en væsentlig del af transaktionen er at spekulere i faldende renter på et senere tidspunkt og en nedkonvertering. For at afbøde den højere rente på det nye lån vælger mange at optage (eller bliver rådgivet til at optage) et rentetilpasningslån i stedet for et nyt fast forrentet lån. Forbrugerrådet Tænk finder, at det er problematisk, hvis forbrugeren forøger deres risiko betydeligt ved disse opkonverteringer.

Endvidere har de stigende renter kombineret med prisstigninger, herunder på energi, givet Forbrugerrådet Tænk anledning til en vis bekymring for om faldende huspriser vil medføre problemer for højst gældsatte boligejere.

Forbrugerrådet Tænk mener i forhold til kapitel III:
Formandskabet peger på nogle generelle og typiske egenskaber hos finansiel virksomhed. Finansiel virksomhed er typisk præget af forskellige markedsfejl, der bevirker, at finansmarkederne ikke vil fungere hensigtsmæssigt uden regulering. Fx mangelfuld og asymmetrisk information. Endvidere peger formandskabet på at finansielle markeder ofte er præget af ufuldkommen konkurrence i form af, at de enkelte finansielle institutter har betydelig markedsmagt. Det forklares blandt andet med, at der kan være betydelige transaktionsomkostninger forbundet med at skifte institut for de enkelte kunder. Forbrugerrådet Tænk skal i den forbindelse nævne, at vi ser frem til Erhvervsministeriets lovede analyse af finansielle supermarkeder og konkurrence i finanssektoren. Det er vores forventning, at analysen går i dybden med de nævnte markedsfejl og hvorledes forbrugerbeskyttelsen bedst indrettet for at afbøde disse markedsfejl.

Formandskabet kommer (side 175) ind på den høje danske bruttogæld og den større udbredelse af afdragsfrie lån i Danmark. Da en højere gæld gør låntageren mere følsom overfor boligprisfald og rentestigninger, anses afdragsfrie lån derfor for at være et mere risikabelt låneprodukt. Det er en bekymring Forbrugerrådet Tænk deler. Det Systemiske Risikoråd har også anbefalet at stramme adgangen til afdragsfrie lån.

Siden 2017 er der blevet udbudt lån på op til 60 pct. af boligens værdi med 30 års afdragsfrihed (side 184). I den forbindelse ser Forbrugerrådet Tænk med bekymring på at disse lån ofte har en klausul hvorefter realkreditinstituttet kan kræve at der afdrages hvis der sker større fald ejendomspriserne. Forbrugerne kan komme i en betydelig økonomisk klemme, hvis der kræves afdrag - ikke mindst hvis lånet også er et rentetilpasningslån og renten samtidig stiger.

CEPOS

CEPOS er enig i konjunktur-billedet, der tegnes. Forventningen er vækstmæssig stilstand gennem året og svag vækst i 2023. Og CEPOS er enig i de betydelige nedadrettede risici, navnlig på grund af. de forventede og nødvendige renteforhøjelser i EU og i USA.

Vismændene forventer en inflation på knap 5 pct. i år og 2,5 pct. næste år. Forklaringen på den høje inflation i Danmark, EU og USA skal søges i den alt for lempelige penge- og finanspolitik under Corona. Desuden har problemer med de internationale forsyningskæder medvirket til opadgående prispres. De forventede pengepolitiske stramninger i USA og i EU er helt centrale i forhold til at få inflationen ned på omkring 2 pct. Stramningerne bør gennemføres også selvom det indebærer, at økonomierne kommer i recession.

Det er godt, at DØR kritiserer den for lempelige finanspolitik. CEPOS er enig. Vismændene pointerer, at der i år er gennemført ufinansierede udgiftsstigninger for 15 mia. kr. Det drejer sig om flere udgifter til test og vacciner henover vinteren, øgede militærudgifter, udgifter til ukrainske flygtninge samt varmecheck. Det er alt for lempeligt i den nuværende situation, hvor vismændene vurderer, at beskæftigelsesgabet er på 3,6 pct. eller over 100.000 personer. Ifølge Finansministeriet er outputgabet på 2,8 pct. i 2022, samtidig med at den flerårige finanseffekt er på 2,2 pct. i 2022. Ifølge Finansministeriets tal er regeringen altså hovedansvarlig for overophedningen af dansk økonomi. S-regeringens økonomiske politik står for ca. 80 pct. af outputgabet. I fravær af regeringens politik ville outputgabet kun være på 0,6 pct. i 2022.

I det perspektiv er CEPOS enig med vismændenes kritik af, at regeringen har foreslået nye ufinansierede checks for 3 mia. kr. til bl.a. pensionister og førtidspensionister. Disse checks bør finansieres hvis de vedtages af Folketinget. I øvrigt må man undre sig over, at regeringen har fokus på pensionister og førtidspensionister, da de har relativ høj indkomst i forhold til mange andre på overførselsindkomst.

Faktisk burde finanspolitikken strammes markant. Det ville være oplagt, at man nedbragte den offentlige beskæftigelse til før Corona-niveau. Den offentlige beskæftigelse er vokset med 34.000 siden Corona og den bør nedbringes til før-Corona-niveau ud fra konjunkturelle og strukturelle årsager. Det er bekymrende, at den offentlige beskæftigelse steg med 1.500 i marts selvom testkapaciteten faldt med 50 pct. Den kraftigt stigende offentlige beskæftigelse medvirket til et arbejdsmarked på kanten af overophedning. Man skal huske på at en ekstra offentligt ansat er lig med en færre privat ansat.

Varmechecken er naturligvis ikke en "exceptionel omstændighed", da den fuldt ud er under statens kontrol. Så her er CEPOS helt enig med vismændene. Med regeringens argumentation kunne man fx også midlertidigt skære betragteligt i både benzin- og energiafgifter uden at skulle finansiere det (hvilket ville være forkert i den nuværende konjunktursituation).

Vismændenes fremskrivning finder, at der er et meget stort råderum frem til 2030. Ifølge vismændene er der både plads til en årlig vækst i det offentlige forbrug på ca. 1 pct. om året, samtidig med at det strukturelle underskud i 2030 kun er på -0,2 pct. af BNP.

Reformkommissionen
Reformkommissionen har fremlagt forslag om bl.a. kortere kandidatuddannelser. Ifølge Reformkommissionen giver forslagene en produktivitetseffekt på 25 mia. kr. Vismændene påpeger helt korrekt, at produktivitetseffekterne ikke er baseret på evidens, samt at der også er risiko for, at produktivitetseffekten er negativ.

CEPOS er enig med vismændene og finder i øvrigt, at det er kritisabelt, at Reformkommissionen fremlægger så store produktivitetseffekter på 25 mia. kr. uden at have skyggen af evidens for effekten. Det er problematisk, at Reformkommissionen i den grad afviger fra, at konsekvensberegninger bør bygge på evidens og ikke håb. Fremgangsmåden medvirker til at afspore den økonomiske debat.

Rentefradrag
Vismændene foreslår at reducere rentefradraget fra i dag 25/33 pct. ned til en flad sats på 22 pct. Vismændenes argument er, at det vil give et mere "neutralt" skattesystem, fordi rentefradragsbeskatningen dermed kommer tættere på skat på arbejde samt afkast af boliger og pension.

Dette argument overser imidlertid at forslaget mindsker neutraliteten andre steder i kapitalbeskatningen. En nedsættelse af rentefradraget til 22 pct., vil øge (ikke sænke) spændet i kapitalbeskatningen fra i dag 17 pct. point (42-25) til 20 pct. (42-22). Både den højeste sats for renteindtægter og aktieindkomst er på 42 pct.

Vismændene peger på, at rentefradragsbeskatningen opgjort realt (44-58 pct.) er højere end beskatning af arbejdsindkomst (42-56 pct. for bundskatteydere) og pensionsopsparing (27 pct.). Men vismændene foreslår, at rentefradragsbeskatningen går fra at være højere (44-58 pct.) til at være lavere (39 pct.) end arbejdsindkomst (42-56 pct.). Og for pensionsbeskatning tager vismændene alene højde for PAL-skatten og slet ikke, at der bl.a. sker en betydelig modregning ved udbetaling. Sidstnævnte øger den reale sammensatte realbeskatning. Derfor virker vismændenes forslag ikke velunderbygget.

Det forekommer desuden umotiveret, at vismændene lægger op til en skattestigning på 5 mia. kr. gennem reduktionen af rentefradraget. Man burde samtidig foreslå lavere aktie- og renteskat.

Skattesystemet bør være neutralt over for investeringer, hvad enten man investerer i pension, bolig, aktier eller obligationer. Hvis man har 100.000 kr. i renteudgifter og 100.000 kr. i aktieindkomst er nettoindkomsten 0 og så bør man selvfølgelig ikke beskattes. Men det gør man i dag, fordi aktieskatten på op til 42 pct. er højere end rentefradraget på 25/33 pct. Forslaget om at reducere rentefradraget til 22 pct. vil kun forøge denne skattemæssige forskelsbehandling.

Et alternativt forslag, som vil mindske asymmetrien i kapitalbeskatningen, ville være en omlægning til en helt flad aktie- og renteskat på 25 pct. som vil give et provenutab på 2½ mia. kr. CEPOS undrer sig over, at vismændene ikke gør sig overvejelser i denne retning, når de vil reducere rentefradraget og skabe mere neutralitet i kapitalbeskatningen. Danmark har med 42 pct. den 3. højeste aktieskat i OECD. I Sverige udgør den 30 pct. Den høje aktieskat gør det sværere for små og mellemstore virksomheder at tiltrække kapital til nye investeringer. Også renteskatten på 42 pct. er blandt de højeste i verden.

Endvidere er det bemærkelsesværdigt, at vismændene noterer sig, at en sats for rentefradraget på 22 pct. svarer til selskabsskattesatsen på 22 pct. De to ting har intet med hinanden at gøre.

Vismændene anfører desuden, at et lavere rentefradrag reducerer uligheden. Det er imidlertid ikke hvad Skatteministeriet kommer frem til. Skatteministeriet finder at lavere rentefradrag tværtimod øger uligheden.

Kapitel IV: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
Vismændene vurderer det empiriske grundlag for de anvendte tilgangseffekter til ledighed i forbindelse med den seneste reform af dagpenge. Reformen sænker dimittend-dagpengene og reducerer perioden man kan modtage dimittend-dagpenge. Desuden øges dagpengene til 23.000 kr. fra ca. 19.500 kr. for udvalgte grupper de 3 første ledighedsmåneder.

Ud fra vismændenes gennemgang kan man ikke vurdere om Finansministeriet samlet set under- eller overvurderer beskæftigelseseffekterne af dagpengeændringerne.

Vismændene kommer frem til at den negative effekt af forhøjelsen af dagpengene til 23.000 personer er overvurderet. CEPOS bemærker her, at Finansministeriet allerede har nedjusteret den kortsigtede effekt af højere dagpenge på beskæftigelsen. Og nu vurderer Finansministeriet en negativ effekt på blot 750 personer af dagpengeforhøjelsen. I de kommende år bliver der rig mulighed for at vurdere tilgangseffekten af de højere dagpenge.
Når alt dette er sagt, synes CEPOS det er værdifuldt, at vismændene efterser Finansministeriets regneregler, som bør hvile på empiriske undersøgelser.

FINANS DANMARK

Den aktuelle konjunktursituation og finanspolitikken
Finans Danmark deler i hovedtræk formandskabets vurdering af den aktuelle konjunktursituation. Inflationen er høj, og selv om vi er enige med formandskabet i, at inflationsforventningerne fortsat synes forankrede omkring det pengepolitiske mål på 2 pct., indebærer den nuværende

situation en reel risiko for, at inflationsforventningerne skrider, og den høje inflation bider sig fast. Hvis det sker, risikerer vi betydelige omkostninger af længerevarende karakter for hele samfundet, og det bør derfor være en særskilt prioritet i den økonomiske politik at forebygge et skred i inflationsforventningerne.

Finans Danmark deler derfor fortsat formandskabets opfattelse, at finanspolitikken var for lempelig, da vi gik ind i 2022, og at de efterfølgende lempelser ikke er hensigtsmæssige, når det gælder den overordnede kapacitetssituation og risikoen for, at inflationsforventningernes forankring skrider.

Formandskabet kalder flere steder den økonomiske genopretning efter coronanedlukningerne for overraskende hurtig. Når man tager bestik af nedlukningernes særlige karakter og de omfattende og generelt velfungerende hjælpepakker, kan man – i tilbageblik – diskutere, om den hurtige genopretning egentlig fortsat burde overraske. Dansk økonomi var grundlæggende i god balance med velkonsoliderede virksomheder, husholdninger og banker, da epidemien ramte. Det gav afsæt for en hurtig retablering af forbrugsmønstre og den økonomiske aktivitet, så snart restriktionerne kunne udfases.

Man kan i det lys overveje, om tiltagene for at styrke husholdningernes købekraft – udbetaling af de indefrosne feriepenge og det skattefrie engangstilskud – var hensigtsmæssige; det synes i hvert fald oplagt, at de har bidraget til, at kapacitetspresset i økonomien i dag er større, end det var før udbruddet. Det vil være gavnligt, om formandskabet på et tidspunkt analyserer timingen og doseringen af den samlede økonomiske politik under coronaepidemien.

Hjælpepakker

Formandskabet kommenterer hjælpepakkerne under coronakrisen. Finans Danmark er enig med formandskabet i, at det i situationen var hensigtsmæssigt med generelle hjælpepakker; men at disse også er forbundet med en omkostning for samfundet, fordi de hæmmer virksomhedsdynamikken, som er afgørende for den underliggende vækst i økonomien. Finans Danmark finder dermed ligesom formandskabet, at der er gode argumenter for, at fremtidige hjælpepakker så vidt muligt målrettes virksomheder, som enten de jure eller de facto er nedlukket.

Finans Danmark lægger i den sammenhæng vægt på, at kriterier og udbetalingsfrister for fremtidige hjælpepakker meldes hurtigt og transparent ud. Det giver bankerne de bedste muligheder for at understøtte ramte virksomheder med den nødvendige likviditet. Erfaringerne fra coronaepidemien viser, at det er bedst for samfundsøkonomien, at virksomhederne får den likviditet, de har brug for, i banken frem for i Skatteforvaltningen. I den forbindelse kan statslige garantiordninger spille en vigtig rolle, når virksomhedernes likviditetsbehov ikke dækkes af staten.

Kapitalindkomstbeskatning og boligmarked

Formandskabet anbefaler en isoleret nedsættelse af de to skattesatser på negativ kapitalindkomst fra ca. 25 og 33 pct. til en fælles fradragsværdi på 22 pct., hvor indfasningen skal tilpasses konjunktursituationen. Formandskabet forventer imidlertid en ganske afdæmpet udvikling på boligmarkedet i resten af 2022 og 2023, hvor højere renter vil trække i retning af lavere priser. Det taler for, at der hverken gennemføres eller annonceres tiltag, som vil forøge den

effektive boligbeskatning i den kommende tid, hvor de nye satser for ejendomsbeskatningen mv. skal rulles ud sammen med nye ejendomsvurderinger.

Strukturelt er det endvidere ikke oplagt, at beskatningen medfører et subsidium til boligejere, som formandskabet fremfører. Renteniveauet de seneste år indikerer, at rentefradraget og ejendomsværdiskatten samlet har medført en overbeskatning af ejerboliger. Inddragelse af grundskyld og tinglysningsafgifter i analysen vil forstærke det resultat.

Finans Danmark bemærker også, at formandskabet selv fremhæver hensynet til neutralitet mellem de forskellige former for kapitalskatter som et vigtigt princip. På den baggrund vil det derfor samfundsøkonomisk være mere relevant med anbefalinger til en samlet justering af kapitalindkomstbeskatningen, jf. formandskabets analyse i forårsrapporten 2019.[3]

Energi- og klimapolitik: Grøn omstilling
Finans Danmark finder det grundlæggende positivt, at regeringen har igangsat forhandlinger om en grøn skattereform, så der kan skabes klarhed om de finansielle rammevilkår for virksomhedernes grønne omstilling.

Behovet for en hurtig omstilling af energiforsyningen væk fra olie og især gas er blevet yderligere aktualiseret af Ruslands invasion i Ukraine. Finans Danmark mener, at der er behov for at accelerere udskiftningen af olie- og gasfyr i de boliger, som ikke har udsigt til at få fjernvarme, og finder ligesom formandskabet, at ophævelse af tinglysningsafgiften er et godt instrument i den sammenhæng. Derfor har Finans Danmark indgået en aftale med regeringen om, at de danske banker vil arbejde sammen med regeringen om at levere billig finansiering til boligejere, der vil udskifte fyret, så de økonomiske rammer er optimale for at understøtte en hurtig omstilling i de pågældende husholdninger.

Regeringen har også foreslået, at der gives tilskud til udskiftning af olie- og gasfyr for husstande med lave indkomster. Finans Danmark er i den forbindelse enig med formandskabet i, at en sådan tilskudsordning bør indrettes, så den ikke er begrænset i omfanget af afsatte midler. Derved undgår man, at der opstår køer ved udmøntning af begrænsede puljemidler, som ville skabe uklarhed og forsinke omstillingen væk fra olie og gas.
Endelig gør formandskabet ret i at pointere, at den praktiske omstilling vil trække på en betydelig mængde arbejdskraft i brancher, der i dag er præget af omfattende kapacitetspres. Dette forhold bør indgå i tilrettelæggelsen af den samlede økonomiske politik.

Særskat på den finansielle sektor
Formandskabet bemærker, at Skatteministeriet i Skatteøkonomisk Redegørelse 2021 har genberegnet balancen mellem den finansielle sektors momsfritagelse og den ekstra lønsumsafgift, sektoren betaler i stedet, og konkluderer, at finanssektoren samlet set er skattebegunstiget med 890 mio. kr. Det står i modsætning til konklusionen i Skatteøkonomisk Redegørelse 2019, som

3) De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, Forår 2019, kapitel II.

fandt, at den finansielle sektor var skattesanktioneret med 440 mio. kr. Skatteministeriets genberegning medfører altså, at balancen har skiftet fortegn og er ændret med samlet omkring 1,3 mia. kr., uden at dette er begrundet eller forklaret i redegørelsen.

Finans Danmark finder det afgørende at se spørgsmålet om, hvorvidt en sektor samlet set er skattebegunstiget eller ej, i en helhed, hvori spørgsmålet om eventuel overnormal profit i sektoren med fordel kan inddrages. Partielle betragtninger må ikke flytte fokus fra, at der fortsat ikke er præsenteret en sammenhængende og empirisk underbygget argumentation for særskatten på den finansielle sektor, som aktuelt lovbehandles i Folketinget.

Pensionsalder og privat pensionsopsparing
Finans Danmark deler formandskabets betragtninger om Pensionskommissionens anbefalinger, herunder at anbefalingen om en mere lempelig indeksering af folkepensionsalderen synes velbegrundet. Formandskabet gør dog også ret i at påpege, at en lempeligere indeksering vil have væsentlig betydning for finanspolitikken fremover.

Finans Danmark bemærker i den forbindelse, at Pensionskommissionen ikke kommer med anbefalinger, som øger fleksibiliteten med hensyn til udbetaling af privat pensionsopsparing før folkepensionsalderen. Mere fleksible udbetalingsmuligheder for privat pensionsopsparing kunne mindske behovet for at lempe indekseringen af folkepensionsalderen, da det øger muligheden for at trække sig fra arbejdsmarkedet før folkepensionsalderen. Dermed lettes samtidig det langsigtede pres på de offentlige finanser, der følger af blandt andet demografien, den medicinske udvikling og behovet for en forsvarspolitisk oprustning.

Finans Danmark vil endelig igen understrege, at gentagne ændringer i pensionssystemet skaber usikkerhed og er dyre at håndtere for penge- og pensionsinstitutterne, hvilket i sidste ende reducerer pensionsopsparingen for den enkelte. Det er derfor vigtigt, at den politiske behandling af Pensionskommissionens anbefalinger bliver grundig og udmøntes i løsninger, der skaber langvarige og stabile rammer for danskernes pension i fremtiden.

Låneregulering på boligmarkedet
Finans Danmark vil gerne kvittere for formandskabets grundige behandling af låneregulering på boligmarkedet. Den bidrager til en nuanceret opfattelse af den makroprudentielle regulering på boligmarkedet, herunder vigtigheden af at være opmærksom på både målene og omkostningerne ved makroprudentielle tiltag.

Finans Danmark er enig i formandskabets grundlæggende konklusion, at den finansielle stabilitet ikke tilsiger et behov for yderligere begrænsninger på boligejernes låntagning. På nuværende tidspunkt synes reguleringen på boligmarkedet passende på trods af den jævnlige debat, om der er behov for yderligere tiltag. Vi er samtidig enige i, at det er relevant at overveje både fordelene og ulemperne ved yderligere regulering nøje. Her finder vi det ligesom formandskabet vigtigt, at man er opmærksom på de samfundsøkonomiske omkostninger såvel som de individuelle omkostninger for den enkelte familie, når der lægges restriktioner på dens mulighed for at fordele forbrug og investeringer over livsforløbet.

Finans Danmark er også enig med formandskabet i, at hvis yderligere restriktioner på danskernes boligfinansiering i realiteten er motiveret af hensyn til forbrugerbeskyttelse eller den generelle konjunkturudvikling snarere end til den finansielle stabilitet, bør dette fremgå tydeligt af motivationen, ligesom det nøje bør overvejes, om målet bedre nås gennem andre politiske instrumenter, herunder skattesystemet. I den forbindelse finder Finans Danmark ligesom formandskabet, at kritikere af husholdningernes aggregerede bruttogæld stadig mangler at specificere, hvori problemet mere præcist består.

Formandskabet nævner afslutningsvis, at der generelt er mere fokus på instrumenter målrettet husholdninger (boligejere) end instrumenter målrettet virksomheder, og at det derfor kan være relevant med fokus på regulering af erhvervslivets låntagning, hvis der opstår et behov for yderligere låntagerrettet regulering af hensyn til den finansielle stabilitet. Udlån til erhverv er mere heterogent end udlån til private, hvilket naturligt fordrer en mere individuel tilgang; men vi finder det vigtigt at pointere, at erhvervslivets låntagning også er underlagt en omfattende regulering.

Når det gælder finansiering af erhvervsejendomme, herunder udlejningsejendomme, er bevilling af lån hertil således underlagt bestemmelser i blandt andet ledelsesbekendtgørelsen, realkreditloven og værdiansættelsesbekendtgørelsen, best practice vedrørende ejendomme med begrænset alternativ anvendelse, tilsynsdiamanten, regnskabsbekendtgørelsen, vejledning til regnskabsindberetning og kapitalkravsforordningen. Her er der vel at mærke kun tale om et udvalg af den samlede regulering med størst betydning for, om et udlån til en erhvervsejendom ydes på økonomisk forsvarlig vis.

ARBEJDERBEVÆGELSENS ERHVERVSRÅD

Kapitel I og II: Konjunkturvurdering og økonomisk politik
Formandskabet forventer i år en vækst på 3,5 pct. og 0,6 pct. næste år. Samtidig ventes beskæftigelsen at stige med 80.000 personer i år, men at falde med 38.000 personer næste år.

AE deler formandskabets syn på den økonomiske aktivitet igennem 2022. Krigen i Ukraine har medført, at de i forvejen høje energipriser er blevet endnu højere, og efterhånden som det slår ud i højere regninger hos forbrugere og virksomheder, lægger det en markant dæmper på aktiviteten i økonomien. AE deler dog ikke formandskabets pessimisme, når det kommer til beskæftigelsesudviklingen i 2023. Med fortsat vækst i økonomien, virker det ikke plausibelt, at beskæftigelsen vil falde så kraftigt, som der lægges op til.
Formandskabet har undersøgt, hvilke grupper på arbejdsmarkedet der har drevet den markante beskæftigelsesudvikling de seneste år. Det er i høj grad indvandrere, unge og ældre, der har øget deres beskæftigelsesfrekvenser.

Den forøgede konjunkturfølsomhed for disse grupper er et tegn på, at de gerne vil bidrage, når de får muligheden. Vi bør derfor sørge for at fastholde deres arbejdsmarkedstilknytning, når konjunkturerne vender, så det, der i dag optræder som en konjunktureffekt, i stedet bliver til en strukturel forbedring af beskæftigelsen.

Formandskabet mener, at finanspolitikkens aktivitetsvirkning er for høj i den givne situation, og at finanspolitikken derfor burde strammes mere, end det er tilfældet. Formandskabet angiver ikke den etårige finanseffekt i 2022, men kun effekten fra 2019 til 2022.

Finansministeriet angiver, at den etårige finanseffekt i 2022 er -1,5 pct., hvilket er en markant opstramning i forhold til 2021. At finanspolitikken fortsat er lempeligere end i 2019, hænger sammen med konkrete udgiftsmæssige prioriteringer til f.eks. vaccination, afvikling af sagspukler i sundhedsvæsenet og modtagelse af flygtninge fra Ukraine. De hensyn kan godt være vigtigere end hensynet til finanseffekten. Det er op til politikerne at vurdere.

En del af formandskabets positive finanseffekt i 2022 skyldes, at formandskabet forudsætter hele reserven til covid-indsatser brugt i 2022. Det havde været mere retvisende at beregne finanspolitikkens aktivitetsvirkning ekskl. den ubrugte reserve, da det må formodes, at de ubrugte midler ikke bruges på andet.

Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrænse til 1 pct. af BNP, som et flertal i Folketinget nu har besluttet.

AE er enig med formandskabet og er tilfreds med, at de gode argumenter nu har givet sig udslag i en god beslutning. Så mindskes sandsynligheden for, at regeringen er nødt til at stramme finanspolitikken i årene med demografisk modvind.

Formandskabet angiver, at der er pres på økonomiens kapacitet med et betydeligt inflations- og lønpres og en beskæftigelse 3,5 pct. over det strukturelle niveau. Samtidig vurderer formandskabet dog i hovedprognosen, at der ikke sættes gang i en accelererende lønprisspiral, men at husholdningernes inflationsforventninger er forankrede på længere sigt. Formandskabet advarer dog mod, at en lønprisspiral kan blive særligt stærk i Danmark.

AE er enig med formandskabet i, at der for nuværende ikke er tegn på en tiltagende lønprisspiral. Dansk økonomis konkurrenceevne er forbedret gennem mange år, så der er plads til en evt. lille forværring

Offentlige finanser frem mod 2025
AE er enig i, at varmechecks ikke oplagt opfylder kravene til exceptionelle omstændigheder. Men udgifter til at hjælpe særligt hårdt ramte befolkningsgrupper igennem en krise kan godt være exceptionelle, også selvom den slags udgifter nødvendigvis forudsætter et fordelingspolitisk valg.

Samtidig bør nogle af de "exceptionelle udgifter", der ifølge formandskabet kan begrunde en fravigelse af det strukturelle saldokrav, efter AE's vurdering slet ikke tælle med i den strukturelle saldo. Af samme årsag er formandskabets opgørelse af den strukturelle saldo mindre anvendelig som finanspolitisk styringsværktøj. Hvad der skal tælle med, bør være en økonomfaglig vurdering af, hvad der giver den bedste styring af finanspolitikken, og ikke en EU-retslig vurdering.

Reformkommissionen
AE kvitterer for gode indspark og vurderinger i forhold til Reformkommissionens anbefalinger angående de lange videregående uddannelser, men savner, at formandskabets også forholder sig til den del af kommissionens anbefalinger, der omhandler uddannelse og opkvalificering af voksne med korte uddannelser.

Pensionsalder
Formandskabet angiver, at forslaget fra Pensionskommissionen om lempelse af indekseringen af pensionsalderen er holdbart.

AE mener, at vi bør lempe indekseringen som foreslået af Pensionskommissionen. Det bør vi, da det er vigtigt at bibeholde den folkelige opbakning til pensionssystemet og ikke mindst den gradvise forøgelse af pensionsalderen.

Grøn skattereform
Formandskabet angiver, at den foreslåede CO_2-afgift med tilhørende lavere sats for mineralogiske processer fordyrer klimapolitikken betydeligt.

AE mener, at vi skal foretage den grønne omstilling billigst muligt, men under hensyntagen til, at vi vil være et foregangsland. AE mener ikke, at vi kan være et foregangsland, hvis vi blot nedskalerer produktionen, og vi er dermed nødt til at udvikle teknologi til at opnå reduktioner ad den vej. Vi skal dermed fokusere på, hvordan den grønne omstilling bliver en fordel for os, da vi har alle forudsætninger for, at den grønne omstilling kan blive en bonus for Danmark.

Kapitel IV: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
I dette kapitel vurderer formandskabet validiteten af tilgangseffekten i dagpengemodellen.

AE vil gerne kvittere for, at formandskabet har valgt at sætte tilgangseffekten under lup og for den grundige gennemgang af den empiriske litteratur. Gennemgangen viser, at der findes en empirisk litteratur at støtte sig op ad på dette felt. De fleste af disse empiriske studier fandtes også, da ministerierne lavede dagpengemodellen i oktober 2015 og reviderede den i september 2021.

Ministerierne hævder, at de alene indregner adfærdseffekter, "såfremt der er tilstrækkeligt grundlag for at skønne kvantitativt over sådanne effekter."[4] Når ministerierne i dette tilfælde har tilsidesat den empiriske litteratur og alene baseret tilgangseffekten på nogle meget løse antagelser, står det derfor i skarp kontrast til ministeriernes egne udtrykte principper.

Det er særligt bemærkelsesværdigt, da tilgangseffekten har drevet op til 90 pct. af ministeriernes skøn for effekten af dagpengeændringer.[5]

4) https://fm.dk/media/10160/regneprincipper-og-modelanvendelse-dynamiske-effekter-af-offentligt-forbrug-og-offentlige-investeringer-1.pdf

5) https://viewer.ipaper.io/fh/regneregler-bedre-balance-mere-aabenhed/?page=1

Formandskabet konkluderer, at ministerierne bør fremskaffe og inddrage et stærkere empirisk grundlag.

AE mener, at formandskabet har givet en grundig og velafbalanceret diskussion af tilgangseffekten. AE håber, at ministerierne vil drage konsekvensen af formandskabets forbilledlige gennemgang. Dette bør føre til, at ministerierne nedjusterer de tilgangseffekter for ydelsesændringer, der anvendes i dagpengemodellen, så vi fremadrettet kan få mere retvisende skøn for effekterne af ændringer i dagpengesystemet. Derudover bør ministerierne genbesøge deres hidtidige beregninger på dagpengemodellen, så vi kan få retvisende skøn også for effekten af tidligere reformer.

SÆRLIGT SAGKYNDIG TORBEN M. ANDERSEN

Den aktuelle økonomiske situation er karakteriseret ved dels efterdønningerne fra Covid-19 krisen og dels direkte og indirekte effekter af krigen i Ukraine. Situationen kan lidt forenklet sammenfattes som effekterne af et udbudsstød udløst af krigen i Ukraine med stigende priser på energi, råvarer og fødevarer i kombination med et højt aktivitetsniveau og beskæftigelse i kølvandet på Covid-19 krisen. Dette giver ikke alene stor usikkerhed omkring konjunkturvurderingen men også i forhold til den økonomiske politik.

Prognosen indebærer en blød landing, hvor beskæftigelsesgabet gradvis mindskes, men aktiviteten forbliver over det strukturelle niveau. Derfor er det i den aktuelle situation vigtigt, at finanspolitikken ikke ændres i ekspansiv retning. Diskussionen af finanspolitikken indeholder en god diskussion af "exceptionelle omstændigheder", og hvorfor troværdigheden omkring hele det finanspolitiske rammeværk afhænger af, at begrebet ikke udvandes.

I rapporten lægges der til grund, at de økonomiske effekter af krigen i Ukraine er midlertidige, og at BNP internationalt når det strukturelle niveau i 2025. Selvom usikkerheden pointeres, er dette en optimistisk vurdering, ligesom det er sandsynligt, at krisen vil have strukturelle effekter. Der savnes i den sammenhæng en nærmere diskussion af en væsentligt ændret geopolitisk situation (også uafhængig af den konkrete afslutning på krigen) og deraf følgende fokus på "vesteuropæisk selvforsyning". På energiområdet kan dette fremskynde tilpasninger i overensstemmelse klimamålene, såfremt "grønne energikilder" udvides. I forhold til politisk træghed i gennemførelsen af sådanne tiltag kan dette være en katalysator, der fremskynder tilpasningsprocessen, men samtidig er dette udløst af prisstigninger skabt af markeds- og geopolitiske forhold og ikke en beskatning af eksternaliteter med deraf følgende provenu. Derfor stiller det hele den "grønne" tilpasning i en ny situation, som ikke alene har betydning for energi- og klimapolitikken, men som også har afgørende makroøkonomiske konsekvenser.

Tilrettelæggelsen af den økonomiske politik vanskeliggøres af, at den aktuelle situation indeholder en kombination af det aggregerede efterspørgselsforhold (høj aktivitet og stigende priser/lønninger, særligt tydelig i USA) og et udbudsstød (højere inflation og lavere aktivitet) som følge af den nye situation udløst af Ukraine-krigen (og også fortsatte effekter af Covid-19 krisen). Det fremføres, at udbudsstød kan føre til en længere periode med høj inflation og lav

vækst (side 66). Dette er dog ikke klart, da den umiddelbare effekt er en ændring i relative priser (energi, råstoffer og fødevarer), mens en vedvarende inflation forudsætter en monetær akkommodering af et inflationært pres. I udgangspunktet er en sådan akkommodering ikke sandsynlig givet de pengepolitiske regimer og troværdigheden knyttet hertil, og dermed er der ikke en overhængende risiko for, at erfaringerne fra 1970erne og 1980erne gentages. Dog kan dette udfordres af mulighederne for at føre den nødvendige pengepolitik givet de fortsat store gældsproblemer i en række europæiske lande. Tilrettelæggelsen af pengepolitikken er generelt mere problematisk for udbudsstød, og de særlige aktuelle omstændigheder bidrager med yderligere udfordringer.

Diskussionen af inflation er på nogle punkter ikke helt klar. I diskussionen af virksomhedernes reaktioner (side 75) fremføres blandt andet, at der under fuldkommen konkurrence ikke er nogen prisreaktion, da den enkelte virksomhed er pristager, hvorfor hele reaktionen kommer via mængderne. Argumentet forudsætter implicit nominel prisrigiditet, men som udgangspunkt vil ligevægtsresponsen være en pristilpasning til ændrede marginalomkostninger. Litteraturen omkring nominelle prisrigiditeter har påvist, at markedsforhold – fuldkommen konkurrence eller forskellige former for ufuldkommen konkurrence – ikke i sig selv kan forklare nominelle stivheder. Andre imperfektioner (fx pristilpasningsomkostninger) er nødvendige.

Rapporten indeholder en kort diskussion af Covid-19 krisen og hjælpepakker. Der anføres her, at hjælpepakker bør forbeholdes virksomheder, der enten er systemisk vigtige eller nedlukkede som følge af en sundhedskrise. Operationaliseringen heraf er imidlertid langt fra enkel. Hjælpepakker i tilfælde af egentlige nedlukninger kan umiddelbart virke oplagte, men det er svært i praksis at afgrænse de afledte effekter. Endvidere vil der være udfordringer knyttet til mellemformer med forskellige typer af restriktioner begrundet i sundhedsmæssige forhold. Efter flere smittebølger er det uklart, om nye smitterunder kan karakteriseres som ukendte og uventede. Det er derfor nødvendigt nærmere at diskutere mulighederne for tilpasninger for virksomheder og i arbejdsmarkedet, samt forskellige former for implicit og eksplicit forsikring. Der er således stadig en række uafklarede spørgsmål, som bør diskuteres, da nye smitterunder desværre ikke kan udelukkes.

Rapporten indeholder et kapitel omhandlende makroprudentiel regulering med hovedvægten på låneregulering af boligmarkedet. Dette er en vigtig og interessant diskussion. Kapitlet indledes med en mere generel diskussion af makroprudentiel regulering og de mulige instrumenter. Der savnes her en mere eksplicit diskussion af de systemiske aspekter knyttet til dele af den finansielle sektor, og hvorfor reguleringen her derfor må adskille sig fra reguleringen af det øvrige erhvervsliv, herunder hvorfor fallit kan være særlig problematisk. Klassificeringen af pengeinstitutter, SIFI'er, nævnes uden nærmere definition eller diskussion, ligesom bl.a. indskydergarantiordningen ikke diskuteres. Det kunne også være relevant med en nærmere diskussion af den rolle, det Systemiske Risikoråd spiller. Det er heller ikke helt klart, hvordan finansiel stabilitet defineres, og dele af diskussionen synes at anlægge en snæver tolkning alene til effekterne for den finansielle sektor og ikke de afledte effekter for den øvrige del af økonomien, fx i diskussionen side 167 af lånereguleringer.

I diskussionen af effekterne af finansielle kriser savnes der en mere eksplicit diskussion af konjunkturnedgange forårsaget af de finansielle forhold, og det faktum at sådanne normalt er mere persistente. Derfor er mange af de omtalte studier, der alene ser på kortsigtseffekterne, biased i retning af ikke at omfatte alle effekter.

Kapitlet fokuserer på låneregulering af boligmarkedet og indeholder mange relevante betragtninger. Der savnes en mere sammenhængende redegørelse for reguleringen og udviklingen heri tilbage fra 1980. Dele af denne udvikling kommer frem i omtalen af empiriske studier, men de seneste ændringer kommer ikke til at stå i perspektiv til den generelle trend på området. Kapitlets konklusioner er bredt formuleret og giver ikke konkrete anvisninger.

Kapitel 4 er en interessant diskussion af, hvorledes såkaldte tilgangseffekter (overgang fra beskæftigelse til ledighed) af ændrede dagpengeregler kvantificeres af de økonomiske ministerier. Dette er en meget konkret og interessant opfølgning på den mere principielle diskussion af regneregler i rapporten fra E2021. I gennemgangen af den teoretiske litteratur savnes en mere tydelig betoning af, at resultaterne af ændringer i specifikke forhold i fx dagpengereglerne afhænger af hele dagpengesystemets indretning samt den øvrige arbejdsmarkedspolitik, herunder især den aktive arbejdsmarkedspolitik. Dette har betydning for, i hvilket omfang resultaterne af empiriske analyser fra andre lande kan overføres til Danmark. Selvom dette problem nævnes, har det ikke stor vægt i den samlede diskussion. I forhold til analyserne rejses der den berettigede kritik, at empirien bag tilgangseffekten i "dagpengemodellen" er baseret på analyser for personer, der har været ledige fra et halvt år og op til fire år. Dette er problematisk, også af den grund at der kan være betydelig selektion i job-job transitionen knyttet til individuelle karakteristika og behov i arbejdsmarkedet, da det kan være svært at kontrollere perfekt herfor. Det fremføres endvidere, at der er mange andre mekanismer bag tilgangseffekten, end dem "dagpengemodellen" er baseret på. Det er korrekt, men det kan ikke udelukkes, at nogle af disse effekter reelt er "indeholdt" i de empiriske estimater, da disse er baseret på observeret adfærd og udfald, der kan være påvirket af disse forskellige mekanismer.

SÆRLIGT SAGKYNDIG METTE EJRNÆS

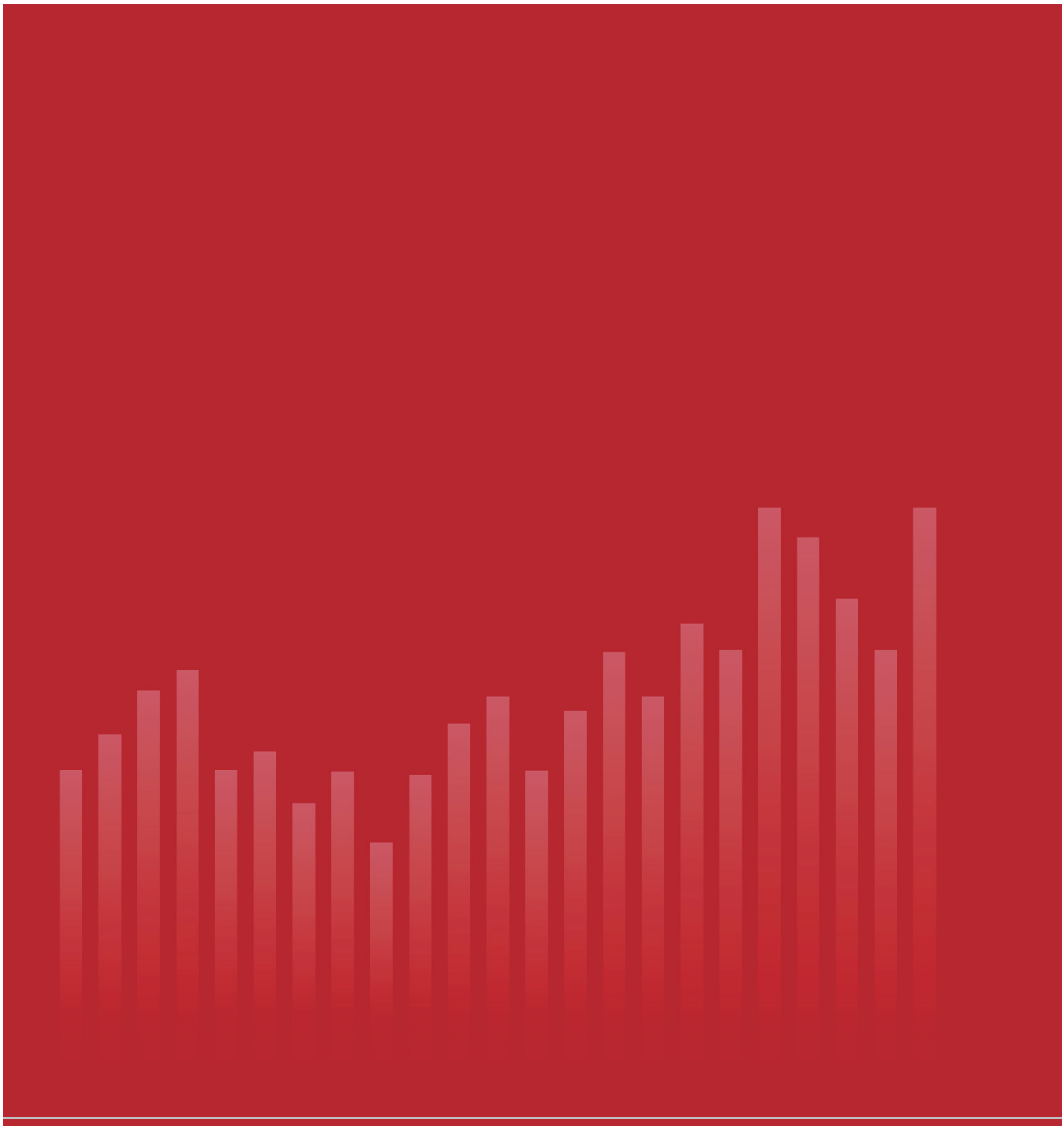
Forårets rapport er et vigtigt bidrag til diskussionerne om den aktuelle økonomiske politik. Rapporten indeholder en række grundige analyser og litteraturgennemgange af forskellige forhold, som vil have betydning for dansk økonomi.

Kapitel I+II: Aktuel økonomisk politik og Konjunktur og offentlige finanser
Kapitlerne indeholder en diskussion af den aktuelle situation for dansk økonomi. Kapitlerne giver en beskrivelse af udviklingen på arbejdsmarkedet, hvor der ses et højt aktivitetsniveau. Desuden beskrives udfordringerne med høj inflation samt betydningen af Ruslands invasion af Ukraine.
Det er fint, at rapporten også forholder sig til anbefalingerne fra Pensionskommissionen og Reformkommissionen. Kapitlerne indeholder også et eftersyn af ministeriernes konsekvensberegninger, og det er fint at understrege pointerne omkring god skik for konsekvensvurderingerne.

Kapitel III: Låneregulering på boligmarkedet
Dette er et spændende kapitel, der indeholder en god beskrivelse af problemstillingerne vedr. regulering af boligmarkedet. Kapitlet indeholder en grundig litteraturgennemgang af de empiriske studier, som findes på området. Set i lyset af de få danske studier som er lavet, kunne det have været interessant, hvis rapporten også havde indeholdt empiriske analyser af nogle af de makroprudentielle tiltag målrettet boligfinansiering. Studiet af De Stefani og Moertel (2019) virker interessant og kunne være uddybet.

Et aspekt, som rapporten ikke beskæftiger sig så meget med, er de fordelingsmæssige konsekvenser af de forskellige tiltag. Da effekterne af tiltagene formodentligt er heterogene, kan man forestille sig, at det også har fordelingsmæssige konsekvenser.

Kapitel IV: Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler
Dette kapitel er et godt bidrag til diskussionen om konsekvensvurderinger af nye tiltag. Særligt diskussionen af at modellerne er baseret på gennemsnitseffekter er interessant. Det at der ikke tages højde for, at gruppen af ledige består af en heterogen gruppe mht. til alder og uddannelsesniveau kan have betydning for beregnerne. Disse modeller er (formodentligt) derfor ikke særlig egnede til at analysere tiltag, som kun vedrører dele af gruppen f.eks. dimittender. Det kunne have været interessant at undersøge nærmere, hvor stor en betydning det har, at man bruger gennemsnitseffekter. Dette ville dog kræve, at modellen blev genberegnet med heterogene effekter. Det kan også undre, at man ikke særskilt har lavet en analyse af de ældste aldersgrupper, da denne gruppe kan have særlige incitamenter i forhold til overgang til pension.



Dansk Økonomi, forår 2022

De Økonomiske Råd
Formandskabet

DANISH ECONOMY SPRING 2022
SUMMARY AND RECOMMENDATIONS

SUMMARY AND RECOMMENDATIONS

Chapter I contains a discussion of the tax deductions for interest payments, and comments on climate policy. The chapter also includes a follow-up on the Chairmanship's recommendations for the assessment criteria and ex-ante evaluations used by government ministries.

Chapter II presents a projection for the Danish economy. It also discusses “exceptional circumstances” in relation to the Budget Act as well as the economic activity effects of current fiscal policy in relation to the economic outlook.

Chapter III deals with regulation of housing market lending. The cost of tighter regulation should be weighed against the gains. It is concluded that not enough is known to say whether further regulation would be an advantage.

Finally, Chapter IV reviews the methods used by government ministries for assessing the impact of changes to the unemployment insurance benefit system. An important element in the assessments is the so-called inflow effect. It is concluded that the basis for calculating this effect is weak and that there is a need to rethink the assessment criteria.

SUMMARY AND RECOMMANDATIONS

This report by the Chairmanship of the Danish Economic Councils contains four chapters:

- Current economic policy
- Economic outlook and public finances
- Regulation of housing market lending
- Inflow effects of changes to the unemployment benefit rules

CHAPTER I, CURRENT ECONOMIC POLICY

Chapter I summarises the Chairmanship's assessments of and recommendations for economic policy. The report's main conclusions related to fiscal policy, public finances and the Budget Act follow in Chapter II, entitled *Economic outlook and public finances*.

Lower tax deductions for interest payments will result in a more neutral tax system

An important principle in the tax system is the consideration of neutrality, i.e., uniform effective taxation of real income. The principle of neutrality applies both in relation to the taxation of earned income and the various forms of tax on capital income. The chapter points to several taxes on capital income that could be changed to achieve greater tax neutrality and reduce tax incentives that distort investment decisions. Specifically, it is assessed that a reduction in the tax deductions that can be claimed for interest payments would increase tax neutrality and, at the same time, provide revenue and reduce inequality. The chapter also includes an assessment of the 'tonnage tax' on shipping companies and taxation of the financial sector.

Non-uniform CO_2 tax makes climate policy more expensive …

The government's initiative for green tax reform contains a proposal for a CO_2 tax imposed on manufacturing and other industries. The proposal includes a lower tax for industries with mineralogical processes, including the cement industry, and it maintains certain energy taxes and subsidies. Therefore, the effective CO_2 taxation is not uniform across industries and applications, which makes climate policy significantly more expensive. The impact on selected industries is motivated, among other things, by the desire to limit the leakage due to Danish climate policy measures. The Chairmanship's assessment is, however, that the global climate effect is limited, partly due to high transport costs

and high markups in the cement industry, and the Danish cement industry is more CO_2-intensive than other cement industries in the EU.

… and subsidies and other regulatory requirements create uncertainty

A CO_2 tax corresponding to the government's proposal reduces the uncertainty about future tax and quota payments for CO_2 emissions. Conversely, the subsidy funds announced and the unspecified requirements for climate adaptation in companies with mineralogical processes could increase uncertainty about future regulatory conditions for the green transition.

Revision of assessment criteria principles shows the need for improvements

The Chairmanship of the Economic Councils has been tasked with carrying out an ongoing review of the behavioural effects that are the basis for the Danish ministries' ex ante assessments of economic policy measures. A review of the ministries' assessments of measures in *A New Reform Package for the Danish Economy,* suggests that there is room for better compliance with the Chairmanship's recommendations for best practice for ex-ante assessments, including the introduction of quality declarations to make clear, to both decision-makers and the general public, the quality of the analyses that the assessments are based on. In the reform package, the so-called inflow effect constitutes a significant part of the behavioural effect in the ministries' assessments of the effect of the changes to the unemployment insurance benefit rules. However, the ministries' assessment criteria for the inflow effects are not considered to reflect the latest research knowledge, nor are they considered to constitute a reliable foundation for estimating inflow effects of changes in the unemployment insurance benefit rules, see also the summary of Chapter IV.

CHAPTER II, ECONOMIC OUTLOOK AND PUBLIC FINANCES

Chapter II contains an assessment of the current economic conditions and the outlook for public finances. The chapter also contains an assessment of whether fiscal policy is aligned with the state of the economy, as well as an assessment of compliance with the Budget Act.

High level of activity at the beginning of 2022

The Danish economy has experienced significant progress throughout 2021. At the beginning of 2022, the level of economic activity was high, and employment was approximately 3¾ per cent above the estimated structural level. Our main trade partners have also experienced significant progress through 2021, but employment growth in Denmark stands out by being particularly high.

A number of negative factors dampen the growth prospects

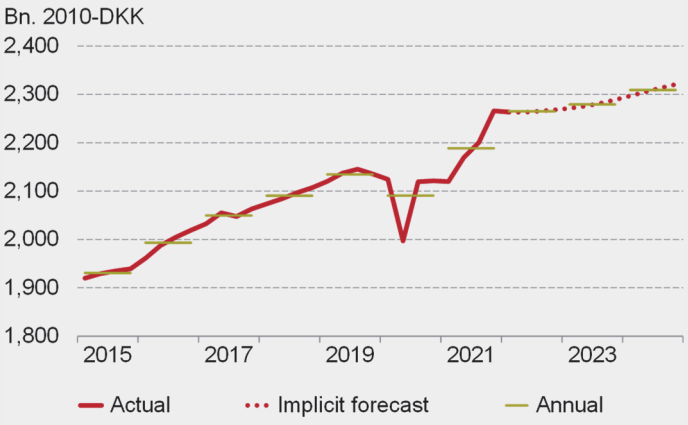
Even before Russia's invasion of Ukraine, energy prices began to rise, and interest rates rose as a result of expectations of monetary tightening. The negative factors are amplified by the invasion, and growth prospects are thus further dampened.

Prospect of stagnation in GDP for the rest of the year

A noticeable slowdown in the Danish economy is expected, with stagnation throughout the year and only weak growth in 2023, see Chart A. Despite the marked slowdown, GDP is expected to be, on average, approximately 3½ per cent higher this year than last year. This is due to the fact that there was significant progress through 2021, meaning that the level of activity at the beginning of 2022 was already significantly above the average for last year. The forecast implies some normalisation of economic activity, with the employment gap narrowing; however, activity is still expected to remain above the structural level. In 2023, the employment gap is expected to be approximately 1¾ per cent.

FIGURE A IMPLICIT QUARTERLY FORECAST FOR GDP

The forecast shows largely unchanged GDP through 2022, but the increase through 2021 means that annual GDP for 2022 is expected to be approximately 3½ per cent higher than the annual level for 2021.



Notes: The latest observation is the first quarter of 2022, which is based on Statistics Denmark's GDP indicator. The dotted red curve shows the implicit quarterly profile that is in line with annual growth rates.

Source: Statistics Denmark, Statistikbanken and own calculations.

TABEL A KEY FIGURES OF THE OUTLOOK FOR THE DANISH ECONOMY

	2021	2021	2022	2023	2030 [a]
	DKK bn.	------ Real growth rate, per cent. -------			
Private consumption	1,139	4.2	2.1	1.6	2.2
Public sector consumption	609	3.7	1.0	0.4	1.0
Gross fixed capital formation	560	5.6	0.5	-0.9	1.1
consisting of:					
Public sector investment	87	4.3	-3.9	7.0	1.4
Residential investment	140	6.1	0.6	-1.0	0.1
Business fixed investment	333	5.8	1.6	-2.8	1.4
Stockbuilding[b]	22	0.3	0.0	-0.2	0.0
Total domestic demand	2,329	4.7	1.5	0.4	1.7
Exports of goods and services	1,487	7.8	5.8	2.5	1.9
Imports of goods and services	1,320	8.2	2.5	2.5	2.4
GDP	2,497	4.7	3.5	0.6	1.4
Key indicators					
Consumer prices, percentage change[c]		2.1	4.9	2.5	1.9
Unemployment, per cent[d]		3.1	1.9	2.4	3.1
General gov. budget balance, DKK bn.		59	17	-7	-7
General gov. budget balance, per cent of GDP		2.3	0.6	-0.3	-0.2
Hourly wage costs, percentage change		2.6	3.6	4.6	3.4
Terms of trade, change in percentage points		-0.2	-2.0	-2.1	0.3
10-year Danish government bond rate, per cent		0.0	1.1	1.5	1.1
Employment gap, per cent[e]		1.6	3.6	1.8	0.0

a) The columns show projected average annual growth from 2023 to 2030 for all variables except unemployment, the current account, the general government balance, the 10-year Danish government bond rate and the output gap. For these variables, the columns show the projected value in 2030.
b) Contribution to GDP growth in percentage points.
c) Implicit private consumption deflator.
d) Percentage of total labour force. National definition.
e) Percentage of structural employment. National definition.

Source: Statistics Denmark, National Accounts and own calculations.

High wage increases in 2023, but no accelerating wage-price spiral

Inflation is estimated to be around 5 per cent in 2022, which is the highest level since the 1980s. Although inflation is expected to decline in 2023, and wage growth is expected to rise to 4½ per cent, overall, there is a prospect of stagnation in real wages over the years 2022 and 2023. Wage increases in subsequent years are expected to be slightly higher than normal, but this is not expected to spark an accelerating wage-price spiral. This is due to the fact that households' inflation expectations are assumed to be anchored in the longer term.

Significant downside risks

The economic outlook is associated with considerable uncertainty. The risks are mainly to the downside and have increased since the assessment in *Danish Economy, autumn 2021*. For the European economy, there is a significant risk associated with the war in Ukraine, including the risk of an interruption to gas supplies from Russia to Europe. For the international economy in a broader sense, there continues to be significant risk associated with the COVID-19 pandemic, including shutdowns in China that increase supply-chain disruptions. Added to this are the expected interest rate increases from both the European and US central banks, which risk weakening demand to an extent that the economies end up in a recession. The high inflation also risks increasing wage demands of employees in the medium term, and there is thus a risk that this sparks an accelerating wage-price spiral that could lead to a period of stagflation-like conditions, where inflation is high and growth is low.

Fiscal policy and public finances

Despite weak growth, fiscal policy should be tighter

The Budget Bill for 2022 entailed an easing of fiscal policy compared to 2019, when capacity pressure was less pronounced. Since then, several expansionary measures have been agreed, including in the form of more spending on vaccines and tests, compensation for higher energy prices and increased spending on Ukrainian refugees. The additional costs adopted are mainly unfunded. The already accommodative fiscal policy has thus been further eased, and overall, fiscal policy is estimated to increase economic activity in 2022 by approximately 1¼ per cent compared to 2019. Although the war in Ukraine and the rising inflation have a negative impact on growth, employment is still expected to remain high. Therefore, it is assessed that fiscal policy should be tighter than it currently appears to become.

Exceeding the structural balance limit this year is permitted, as it can be attributed to Covid-19

The structural deficit is estimated to be 0.6 per cent of GDP this year, and the deficit limit in the Budget Act is thus expected to be exceeded slightly. Management of COVID-19 at the beginning of the year is considered to be linked to an exceptional circumstance in the form of a public health crisis; therefore, it is considered that exceeding the deficit limit in 2022 for this reason can be attributed to an exceptional circumstance alone. This means that the exceeding of the deficit limit is not deemed to be in violation of the Budget Act.

On the other hand, compensation for higher heating bills is not considered to be justified as an exceptional circumstance

In order to be able to exclude expenditure from the deficit limit, the expenditure must be directly linked to the exceptional event, be significant and be temporary. The assessment of the Chairmanship is that increased expenditure on refugees, emergency aid and arms supplies to Ukraine is directly linked to the war in Ukraine, and can thus be exempted from the deficit limit due to exceptional circumstances. On the other hand, the Chairmanship considers that the compensation to households for higher heating costs is redistributive policy that is only indirectly linked to the war in Ukraine, and that such expenditure should, therefore, not be exempt from the deficit limit under the category of exceptional circumstances.

Good arguments for lowering the deficit limit

A majority in the Parliament has agreed on a national compromise on Danish security policy. The agreement states that defence expenditure is to be increased and that the deficit limit in the Budget Act is to be lowered to 1 per cent of GDP. Finally, it has been agreed that a 2030 plan aiming at a deficit on the structural balance of ½ per cent of GDP will be prepared. The Chairmanship has previously assessed that there are good arguments for lowering the Budget Act's deficit limit, see *Danish Economy, autumn 2021*. A lower deficit limit will, among other things, reduce the risk that an increase in public deficits due to demographic changes leads to a tightening of fiscal policy solely for the sake of complying with the deficit limit.

CHAPTER III, REGULATION OF HOUSING MARKET LENDING

Financial regulation has a long history

Regulation of the activities of commercial banks, savings banks and mortgage institutions has a long history in Denmark, which, not least, has been motivated by a number of financial crises dating back to the middle of the 19th century. The most recent in the series was the global financial crisis that started in 2007-08. Like the previous crises, this crisis gave rise to various measures to tighten financial regulations. Not least, the concept of macroprudential regulation has become much better known since the financial crisis due to the understanding that measures must not only focus on the health of the individual financial

institution (which microprudential regulation concentrates on), but also look at the interaction between the individual institutions and thus the health of the overall financial system.

Studies confirm that macroprudential measures have an effect

Chapter III reviews the general economic principles and arguments for macroprudential regulation and descriptive statistics for the development of, among other things, housing-related lending and the most important rules in this area. This is followed by a review of the empirical literature on Danish and foreign data on the impact of macroprudential instruments targeted at borrowers in the owner-occupied housing market. The studies generally confirm that the examples of macroprudential measures examined have an effect on lending and house prices, but there are still many gaps in our knowledge of how large these effects are, not least when it comes to the size of the costs of regulation.

Limits market failures, but also involves costs

Regulation of the financial sector, including regulation of borrowing and requirements for banks' capital and liquidity, are important for limiting the risk of financial crises. However, there are also costs involved in regulating the sector's activities, because such regulation will limit the possibilities for households and businesses to exploit the capital markets to even out the differences between income and expenditure over time. Therefore, as far as possible, it is important to weigh the benefits and costs of each individual measure so that regulation in this area is neither more lenient nor stricter than what appears economically well-founded.

Not obvious that financial stability requires many different instruments

In addition to capital and liquidity requirements for credit institutions, there are a number of other instruments in the financial regulations that focus on loans to homeowners and buyers. These are, for example, deposit requirements and restrictions on the possibility of taking out interest-free loans. However, it is not obvious that further such restrictions on borrowing by individuals are needed if the sole purpose is to ensure financial stability. However, there may be other, independent economic reasons for enforcing such borrower-based restrictions. It may, for example, be a paternalistic desire to prevent short-sighted or ill-informed households from making decisions that are detrimental to their personal finances in the long run. Another reason may be a more general desire to stabilise the business cycle and thus house prices, which play a major role in general demand.

Clear motivation for specific initiatives is important

It is important that the justification for each existing and any future initiatives in the area is clearly stated. For example, calls for further restrictions on interest-only loans should be clearly justified on the basis of specific factors alone. This is the precondition for being able to make a rational assessment of the appropriateness of such measures.

Need for far more empirical research in the field

Proposals for changes in financial regulation should, in principle, be based on cost-benefit analyses that identify the expected costs and benefits. However, the empirical review in the chapter shows that there are still very large gaps in the collective knowledge about the effect of the various regulatory instruments, including limits on the debt-income ratio, restrictions on interest-only loans and deposit requirements. Therefore, it is difficult to carry out comprehensive and credible cost-benefit analyses in the area. Thus, there is a clear need for (much) more empirical research in the field in order to gain a better understanding of the significance of the various tools.

More focus on regulating business loans?

There are already many forms of regulation that are targeted at borrowers, for example, in the form of restrictions on the loan-to-value ratio. There is generally more focus on instruments targeted at households (homeowners) than instruments targeted at businesses. On the face of it, this may seem striking when one considers that business loans make up a significant proportion of total lending and that they have been the cause of several historical financial crises. If there is a need for further borrower-oriented regulation for reasons of financial stability, it may, therefore, be relevant to have a greater focus on the possibility and appropriateness of more targeted regulation of business borrowing.

INFLOW EFFECTS OF CHANGES IN UNEMPLOYMENT INSURANCE BENEFIT RULES

Focus on the inflow effect of changed unemployment benefit rules

Chapter IV makes an evaluation of the assessment criteria behind the ministries' ex ante assessments of changes to the unemployment insurance system. The chapter focuses on the so-called inflow effect, which indicates how much a change in the unemployment insurance benefit rules affects the inflow into the unemployment benefit system. The inflow effect can be of great importance for the overall effects of changed unemployment benefit rules, including for the changes to the unemployment benefit rules that are included in the reform measures in *A New Reform Package for the Danish Economy*. The reform package includes a lower rate of benefits and a shortened eligibility period for graduates, and a supplement for the first three months of the unemployment benefit period for people with a relatively strong employment history.

The inflow effect is evaluated for a change in benefit level and a change in the eligibility period

The amount of literature that sheds light on the magnitude of inflow effects of unemployment benefit rule changes is limited. However, it is possible to determine an order of magnitude of the change in the inflow to the unemployment benefits system that one would expect from a change in the unemployment benefit level or a change in the length of the unemployment benefits eligibility period. Therefore, the inflow effects that ministries apply to these two types of rule changes are compared with the magnitude of these effects found in the scientific literature.

The inflow effect is too large for benefit changes and too small for changes in the period of eligibility for unemployment benefits

For changes in the level of unemployment insurance benefits, the literature suggests that the ministries' underlying assumptions about the inflow effect are too high. Thus, for a general change in benefits, the assumptions used by the ministries result in an inflow effect that is significantly greater than recent studies suggest. Conversely, the literature suggests that the assumed inflow effect is too low when it comes to changes in the length of the unemployment benefit period. This is particularly pronounced if one considers changes that go beyond the first two-year unemployment benefit period. The literature finds that there are effects of changes in the unemployment benefit period after more than two years, however, by assumption, the effects are zero in the ministries' assessment criteria for changes after 1½ years into the unemployment benefit period.

The external validity of the inflow effects induced by the behavioural effects is weak

An accurate model should, moreover, be based on all mechanisms relevant to the area. The ministries' assessment criteria incorporate only one mechanism which generate inflow effects: employees in redundant positions and in temporary jobs are assumed to change their job-seeking behaviour in response to changes in the unemployment benefit system. At the same time, the empirical foundation for this mechanism is not convincing. The inflow effect concerns persons who are in employment but sit in redundant positions or are employed on a temporary basis, while the empirical foundation is derived from the behaviour of persons who have been unemployed for between six months and up to four years. This is an empirical foundation that is far removed from the context in which it is used.

The model omits several of the mechanisms that recent research finds relevant

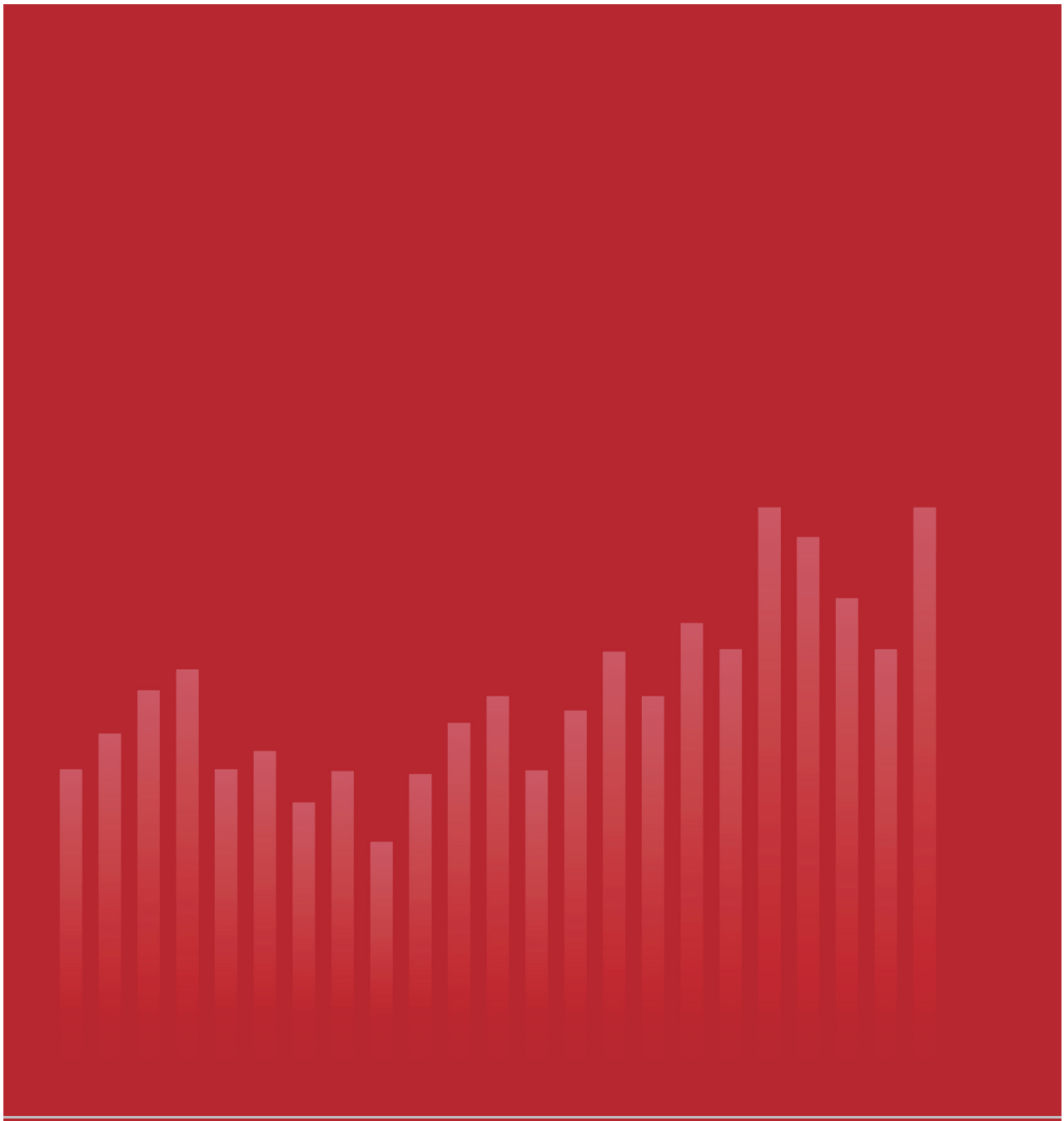
The fact that the ministries' results for the inflow effect do not agree with the results in the scientific literature must also be viewed in light of the fact that, the modelling framework used omits several of the mechanisms that the research literature finds are relevant to influencing inflow to unemployment. Among other things, changed unemployment benefit rules can have an impact on job creation and the job separation rate, i.e. how many people are laid off or quit their jobs.

An overall assessment can include several mechanisms

The omitted mechanisms can be taken into account by using a methodological approach that is based, to a greater extent, on studies of the aggregate consequences of changes in the unemployment benefit system. This would be in line with the findings in the recent literature, in which a number of recent studies focus on aggregate effects on employment and unemployment of changes in unemployment benefits. A more complete picture of the consequences would thus be obtained.

Need to rethink the assessment criteria

The discussion in Chapter IV does not enable an unequivocal conclusion about whether the overall effect on structural employment of the reform measures in *A New Reform Package for the Danish Economy* is overestimated or underestimated; however, the chapter points out that the individual elements are not very well assessed. The ministries' assessment criteria thus point in the direction of overestimating the negative effect on employment of the unemployment benefits supplement to be paid for the first three months to people with a relatively strong employment history. Conversely, they point in the direction of overestimating the positive employment effect due to the lower rate for unemployment benefits for graduates. And finally, they point in the direction of underestimating the positive employment effect due to the shortening of the unemployment benefit eligibility period for graduates. At the same time, the ex ante assessments concerning graduates are, to a large extent, based on ad hoc assumptions, which means that the effects must be characterised as being very uncertain. Overall, this exemplifies the need to rethink the assessment criteria in the area of unemployment benefits.



Danish Economy, Spring 2022

FORMANDSKABETS REDEGØRELSER

120. Økonomi og Miljø, 2017. Regulering af landbrugets kvælstofudledning. Grønne afgifter og effektiv miljøregulering. Ægte opsparing. 175 kr.
121. Dansk Økonomi, forår 2017. Konjunktur og offentlige finanser. Holdbarhed og finanspolitiske regler. Dynamiske effekter af offentlige udgifter. Udenlandsk arbejdskraft. 175 kr.
122. Dansk Økonomi, efterår 2017. Konjunktur og offentlige finanser. Langvarigt offentligt forsørgede. Brancheforskydninger og vækstudsigter. 175 kr.
123. Produktivitet, 2017. Produktivitet og velstand. Produktivitetsudviklingen. Tidligere anbefalinger og tiltag. Produktivitetsforskelle mellem virksomheder. 175 kr.
124. Økonomi og Miljø, 2018. Regulering af landbrugets udledning af drivhusgasser. Reduktion af CO2 fra personbiler. Klimapolitik frem mod 2030. 175 kr.
125. Dansk Økonomi, forår 2018. Konjunktur og offentlige finanser, Finanspolitisk holdbarhed, Uddannelsesstøtte på de videregående uddannelser. 175 kr.
126. Produktivitet, 2019. Udviklingen i produktiviteten. Et nyt mål for produktiviteten i grundskolen. Produktivitet og ressourcer i det almene gymnasium. 175 kr.
127. Dansk Økonomi, efterår 2018. Konjunkturvurdering og offentlige finanser. Skat og arbejdsudbud. Ufaglærtes tilknytning til arbejdsmarkedet. 175 kr.
128. Økonomi og Miljø, 2019. Miljøpåvirkning og fordeling. Lækage af drivhusgasudledninger og dansk klimapolitik. 175 kr.
129. Dansk Økonomi, forår 2019. Konjunktur og offentlige finanser. Kapitalindkomstbeskatning. 175 kr.
130. Dansk Økonomi, efterår 2019. Konjunktur og offentlige finanser. Finanspolitisk holdbarhed. Budgetloven og finanspolitiske rammer. Omkostninger ved konjunkturudsving. 175 kr.
131. Produktivitet, 2020. Udviklingen i produktiviteten. Investeringer i infrastruktur. 175 kr.
132. Dansk Økonomi, efterår 2020. Aktuel økonomisk politik. Konjunktur og offentlige finanser. Finanspolitisk holdbarhed. Konjunkturudsving og finanspolitik. Epidemiologi og økonomi. 175 kr.
133. Økonomi og Miljø, 2020. Dansk klimapolitik frem med 2030. 175 kr.
134. Produktivitet, 2021. Aktuel økonomisk politik. Udviklingen i produktiviteten. Langvarige effekter af coronakrisen. Byer og produktivitet. 175 kr.
135. Dansk Økonomi, forår 2021. Aktuel økonomisk politik. Konjunktur og offentlige finanser. Tilbagetrækningsaftalen. Tidlig indsats. 175 kr.
136. Dansk Økonomi, efterår 2021. Aktuel økonomisk politik. Konjunktur og offentlige finanser. Finanspolitisk holdbarhed. Helbred og ældres beskæftigelse. Regneprincipper og konsekvensvurderinger. 175 kr.
137. Økonomi og Miljø, 2021. Beskatning af privatbilisme. Beskæftigelseseffekter af drivhusgasbeskatning. 175 kr.
138. Produktivitet, 2022. Aktuel økonomisk politik. Udviklingen i produktiviteten. Udviklingen i danske virksomheders markedsmagt. Forklaringer på udviklingen i virksomhedernes markedsmagt. 175 kr.
139. Dansk Økonomi, forår 2022. Aktuel økonomisk politik. Konjunktur og offentlige finanser. Lånereguleringer på boligmarkedet. Tilgangseffekter ved ændrede dagpengeregler. 175 kr.

De Økonomiske Råd
Formandskabet