



Folketingets Finansudvalg
Christiansborg

28. oktober 2020

Svar på Finansudvalgets spørgsmål nr. 353 (Alm. del) af 8. september 2020 stillet efter ønske fra Rune Lund (EL)

Spørgsmål

Vil ministeren oversende en illustrativ følsomhedsberegning af den finanspolitiske holdbarhed i lighed med de beregninger, der fremgår af kapitel 4.3 i ”DK2025 – en grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi”, hvor udviklingen i den 10-årige statsobligationsrente svarer til gennemsnittet for hhv. de seneste 10 år, 15 år og 20 år? Beregningen bedes illustreret i figurer og vedlægges i tabeller.

Svar

Det bemærkes indledningsvist, at det gennemsnitlige renteniveau over de sidste 10, 15 eller 20 år i høj grad er bestemt af tiden efter finanskrisen i 2008, hvor de globale renter har været meget lave (navnlig i sikre lande), herunder i kraft af høj global opsparing, lavt inflationspres, ekstraordinære pengepolitiske lempelser og en søgning mod sikre havne mv. Det kan ikke tages for givet, at disse faktorer alle vil være ved, og det lægges heller ikke til grund i Finansministeriets langsigtede fremskrivninger, ej heller i andre institutioners fremskrivninger.

Finansministeriet har i forbindelse med fremskrivningen, der ligger til grund for *DK2025 – En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi* nedjusteret den langsigtede forudsætning om den 10-årige statsrente fra 4,5 til 4 pct., og samtidig forudsat en meget gradvis og langsom normalisering, hvor dette niveau først nås i 2050. Til sammenligning forudsætter DØR og DREAM i deres langsigtede fremskrivninger en 10-årig statsrente på 4,75 pct. Europakommissionen har, ligesom Finansministeriet, nedsat den langsigtede renteforudsætning til 4 pct. fra 2050.

I *DK2025 – En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi* er der med de anvendte beregningstekniske forudsætninger, samt vedtaget politik i øvrigt, udsigt til en holdbar finanspolitik med afsæt i genopretningen af den offentlige saldo efter midten af århundredet. Den finanspolitiske holdbarhedsindikator er således positiv svarende til knap 1 pct. af BNP.

Med afsæt i de af spørger angivne forudsætninger, som i alle tre scenarier indebærer en nedjustering af den langsigtede renteforudsætning, *jf. nærmere i afsnittet om beregningstekniske forudsætninger*, styrkes den finanspolitiske holdbarhedsindikator med op til ca. 0,9 pct. af BNP sammenlignet med grundforløbet, *jf. tabel 1*. Det skal imidlertid understreges, at der er udelukkende er tale om rent illustrative beregninger, der bør fortolkes med varsomhed.

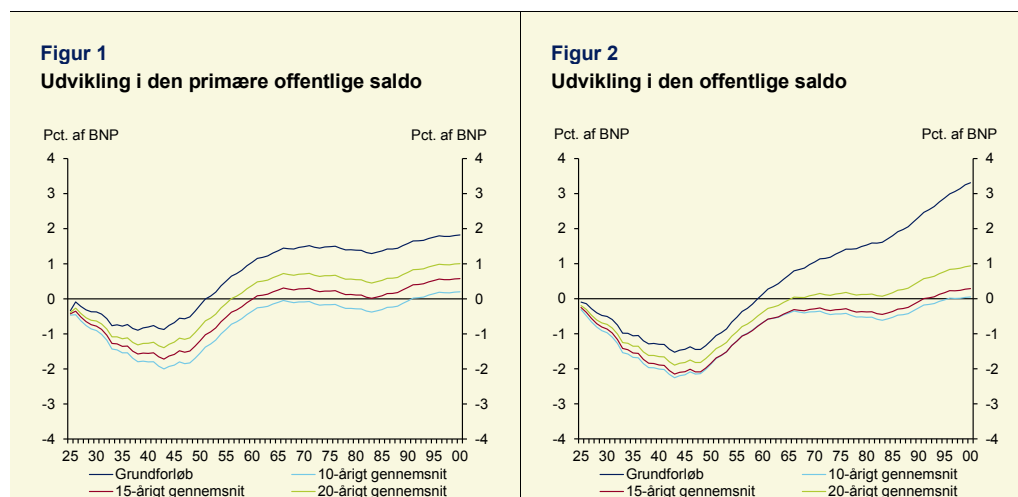
Tabel 1
Holdbarhedsindikatoren i alternative scenarier

Pct.	10-årigt gennemsnit	15-årigt gennemsnit	20-årigt gennemsnit	Grundforløb
Langsigtet 10-årig statsobligationsrente (fra 2050)	0,7	1,7	2,4	4,0
HBI	1,9	1,3	1,2	1,0
- Forskel fra grundforløb	0,9	0,4	0,3	-

Anm.: På grund af afrunding kan der være forskelle mellem delsummer og totalen.

Kilde: Egne beregninger.

Forbedringen af den finanspolitiske holdbarhed skal fortolkes med varsomhed, da den alene skyldes en diskonteringseffekt, *jf. nærmere nedenfor*. I alle de alternative scenarier er der udsigt til en permanent svækkelse af den offentlige saldo i forhold til grundforløbet, *jf. figur 1 og 2*.



Kilde: Egne beregninger.

Svækkelsen af den primære offentlige saldo kan primært henføres til lavere fremtidigt pensionsafkastskatteprovenu, som følge af lavere afkast på pensionsformuen. Det er lagt til grund for beregningen, at afkastet på pensionsformuen, på linje med forudsætningerne i *DK2025 – En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi*, antages at følge afkastet på aktier og obligationer, med 1/3 vægt på aktier og 2/3 vægt på obligationer, samt fratrukket administrationsomkostninger. Desuden medfører det lavere afkast på

pensionsformuen lavere skatteindtægter som følge af mindre udbetalinger fra arbejdsmarkedspensionerne mv. Endelig vil de lavere private pensionsudbetalinger medføre mindre modregning af pensionstillæget til folkepensionen og boligydelse, hvilket svækker de offentlige finanser.

Omvendt skønnes højere disponibel indkomst i den private sektor som følge af lavere nettorenteudgifter at give anledning til øget moms- og afgiftsprovenu gennem en forøgelse af det private forbrug.¹ I modsat retning trækker imidlertid effekten af de lavere nettopensionsudbetalinger, som alt andet lige sænker den disponible indkomst. Endelig vil lavere nettorenteudgifter i husholdningerne mindske statens udgifter til rentefradrag, hvilket isoleret set styrker de offentlige finanser.

Den positive effekt på holdbarhedsindikatoren kan primært henføres til diskonteringseffekten, hvorved fremtidige overskud på den primære offentlige saldo efter midten af århundredet – som er baseret på, at levetidsindekseringen af pensionsaldrene fastholdes – tillægges højere vægt end i grundforløbet. Holdbarhedskonceptet indebærer et krav om, at staten og kommunerne samlet set er solvent på lang sigt. Det svarer til en betingelse om, at stat og kommuners intertemporale budgetrestriktion er overholdt – dvs. at stat og kommuners nettogæld i udgangsåret ikke må overstige nutidsværdien af alle fremtidige primære budgetsaldi. Størrelsen af holdbarhedsindikatoren afspejler den permanente justering af den primære saldo opgjort i pct. af BNP, der netop sikrer, at budgetrestriktionen er overholdt, *jf også Mod Nye Mål, DK2015 – Teknisk baggrundsrapport* for en teknisk gennemgang af holdbarhedsindikatoren. En lavere langsigtet renteforudsætning afspejles i en lavere vækstkorrigeret diskonteringsrente, hvilket øger nutidsværdien af fremtidige primære budgetsaldi.

Holdbarhedsindikatoren bør i indeværende beregninger tolkes med ekstra varsomhed, idet den markante nedjustering af de langsigtede renteforudsætninger medfører en permanent negativ merrealrente² og dermed en vækstkorrigeret diskonteringsfaktor, der er stigende ud i tid³. Det betyder i praksis, at fremtidige budgetsaldi vægtes højere, jo længere ud i tid de forekommer. At der trods saldossvækkelsen i alle tre scenarier er udsigt til en beregnet forbedring af den finanspolitiske holsbarhedsindikator er således udtryk for, at de fremtidige

¹ Det bemærkes, at forbrugskvoten beregningsteknisk er holdt omtrent uændret frem til 2030 sammenlignet med grundforløbet, hvilket afspejles i moms- og afgiftsprovenu.

² Merrealrenten (den vækst- og inflationskorrigerede rente) med konstant rente og vækst defineres som: $q = \frac{1+i}{1+g} - 1 = \frac{i-g}{1+g} \approx i - g \approx i - a - \pi$, hvor $g = (1+a)(1+\pi)$ er den nominelle BNP-vækst, i er den nominelle statsobligationsrente, a er produktivitetsvæksten og π er inflationen. Antages en nominal statsobligationsrente på 4 pct., en produktivitetsvækst på 1 pct. og en inflationsrate på 1,8 pct., fås en merrealrente på $q \approx 4,0 - 2,8 = 1,2$ pct., Nedjusteres obligationsrenten illustrativt til 2,4 pct. fås imidlertid en negativ merrealrente på $q \approx 2,4 - 2,8 = -0,4$ pct.

³ Diskonteringsfaktoren anvendes til at beregne nutidsværdien af fremtidige beløb (tilbageiskontering). Nutidsværdien af et beløb, der falder i periode $t+j$, fås ved at gange beløbet med diskonteringsfaktoren fra periode t til $t+j$. Den vækstkorrigerede diskonteringsfaktor fra periode t til $t+j$ defineres som:

$$d_{t,j} = \left[\prod_{i=0}^j (1 + q_{t+i}) \right]^{-1}, \text{ hvor } q_{t+i} \text{ er merrealrenten i periode } t+i.$$

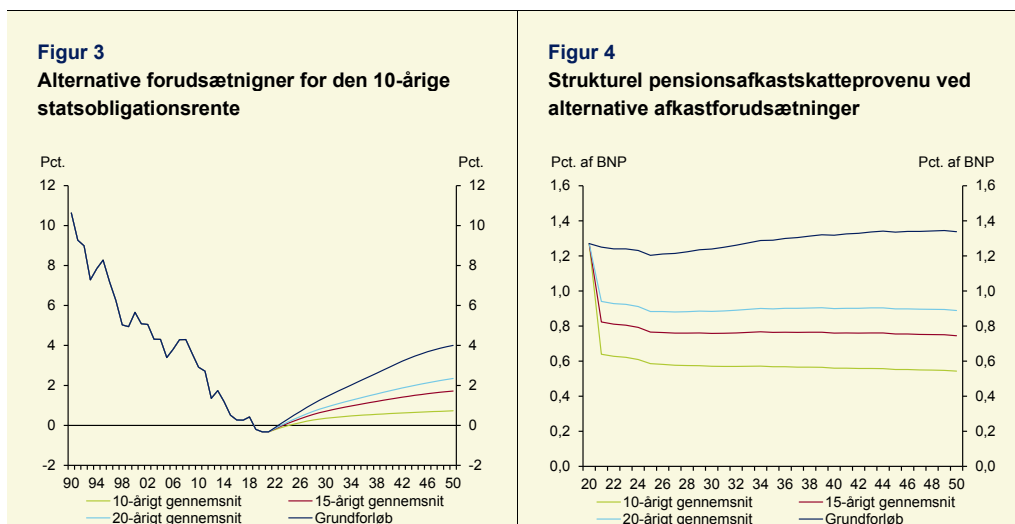
budgetoverskud efter midten af århundredet tillægges højere vægt end de førstkomende års budgetunderskud. Der kan således stilles spørgsmålstejn ved, i hvor høj grad holdbarhedsindikatoren er meningsfuld, når en beregnet budgetsaldo i fx 2099 får større vægt i opgørelsen end saldoen i 2021 (hvilket er tilfældet, når den langsigtede renteforudsætning er lavere end den nominelle BNP-vækst).

Beregningstekniske forudsætninger

I DK2025 – *En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi*, forudsættes den 10-årige statsobligationsrente gradvist at normaliseres til 4 pct. i 2050.

De af spørger angivne forudsætninger ville imidlertid indebære en langsigtet renteforudsætning på hhv. 0,7 pct., 1,7 pct. og 2,4 pct. for den 10-årige statsobligationsrente, *jf. figur 3*. De justerede renteforudsætninger afspejles desuden i antagelserne vedrørende det strukturelle afkast på pensionsformuen, som er sammensat af aktier, obligationer, ejendomme og visse andre aktiver. Det strukturelle pensionsafkast ville under de alternative forudsætninger udgøre hhv. 2,3 pct., 3,0 pct. og 3,4 pct. sammenlignet med 4½ pct. i grundforløbet (efter fradrag af administrationsomkostninger), *jf. figur 4*.

Set i lyset af de markante forskelle i de beregningstekniske antagelser, kan de illustrative beregninger ikke betragtes som egentlige marginalberegninger og bør derfor tolkes med ekstra varsomhed.



Kilde: Egne beregninger.

Markedsrenterne for de 10-årige statsobligationer i lande som Danmark og Tyskland har generelt haft en faldende tendens over en lang periode. Navnlig siden den globale finanskrisen i 2008 er statsrenterne i de lande, der betragtes som en sikker havn, faldet til rekordlave og grundlæggende uforudsete niveauer. Markederne forventer, i det omfang det kan bedømmes ud fra beregnede forward-renter, at

renterne vil være lave lang tid endnu. Usikkerheden efter coronakrisen har ikke gjort forventningerne til fortsat lave renter mindre.

I lyset heraf har Finansministeriet henover årene nedjusteret de langsigtede renteforudsætninger over nogle omgange. Senest med den opdaterede 2025-fremskrivning i *DK2025 – En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi* har Finansministeriet som nævnt sænket den langsigtede renteforudsætning fra den 10-årige statsobligationsrente fra 4½ til 4 pct., og renterne antages først at nå dette niveau i 2050 frem for i 2040, som tidligere forudsat.

Tendensen til faldende renter, herunder på danske statsobligationer, drives af en række forskellige faktorer, *jf. også appendiks 4A i DK2025 – En grøn, retfærdig og ansvarlig genopretning af dansk økonomi*, herunder en række fundamentale forhold i global økonomi, der påvirker balancen mellem opsparinger og investeringer. Mens det i sagens natur er vanskeligt at spå om den fremtidige renteutvikling, kan det med rimelighed forventes, at nogle af de underliggende faktorer, der i de senere år har bidraget til det lave renteniveau, ikke i samme omfang vil gøre det fremadrettet.

Eksempelvis må den globale opsparringstilbøjelighed forventes at dale i takt med, at de store årgange, der har sparet op til alderdommen, herunder i forventningen om at leve længere, begynder at tære på deres pensionsformue (dvs. nedspare). Endvidere er der en sandsynlighed for, at den øgede usikkerhed i kølvandet på finans- og coronakrisen aftager igen og dermed mindsker efterspørgslen efter sikre aktiver, samt at pengepolitikken på et tidspunkt gradvist normaliseres. Begge dele vil trække i retning af en gradvis normalisering af renteforholdene. Det er imidlertid sandsynligt, at en sådan normalisering vil strække sig over en lang periode. Blandt andet på den baggrund, forudsættes der i Finansministeriets fremskrivninger en gradvis rentenormalisering frem til 2050.

Med venlig hilsen

Nicolai Wammen
Finansminister