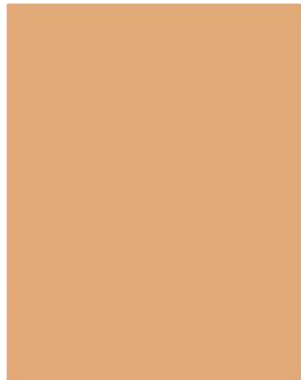




## Makroøkonomiske virkninger af øgede investeringer i Danmark

*Udarbejdet af Peter Birch Sørensen og Jørgen Rosted*

Februar 2026

---

*Notatet er udarbejdet af Peter Birch Sørensen og Jørgen Rosted for CIP Foundation*

**Peter Birch Sørensen** er dansk økonom og professor i økonomi ved Københavns Universitet. Han er tidligere formand for Klimarådet samt tidligere formand for det Økonomiske Råd.

**Jørgen Rosted** er dansk økonom og forhenværende departementchef i Erhvervsministeriet. Han er tidligere finansdirektør i Finansministeriet og har grundlagt tænketanken FORA.



*Dokumentation for beregninger i MAKRO modellen findes i særskilt baggrundsnotat 'Makroøkonomiske effekter af øgede investeringer' som er udarbejdet af DREAMgruppen, og som er udgivet på CIP Foundations hjemmeside.*

---

# Notat om makroøkonomiske virkninger af øgede investeringer i Danmark

## Indholdsfortegnelse

|                                                                                          |           |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Forord .....</b>                                                                      | <b>4</b>  |
| <b>Indledning og sammenfatning: Behovet for større investeringer .....</b>               | <b>6</b>  |
| <b>1. Opsparing, investering og samfundsøkonomisk holdbarhed .....</b>                   | <b>9</b>  |
| 1.1. Det danske opsparingsoverskud .....                                                 | 9         |
| 1.2. Holdbar finanspolitik og holdbar gæld .....                                         | 10        |
| 1.3. Opfyldelse af fremtidens investeringsbehov og usikkerhed om verdensøkonomien .....  | 12        |
| <b>2. Et investeringsscenarie for dansk økonomi.....</b>                                 | <b>14</b> |
| 2.1. Analyseværktøjet: MAKRO- modellen .....                                             | 15        |
| 2.2. Det økonomiske grundforløb .....                                                    | 16        |
| 2.3. Investeringsscenariet .....                                                         | 16        |
| 2.4. Udviklingen i produktion, forbrug og udenrigshandel .....                           | 18        |
| 2.5. Udviklingen i beskæftigelse og løn .....                                            | 19        |
| 2.6. Virkninger på de offentlige finanser .....                                          | 20        |
| 2.7. Effekten på investeringsmulighederne af at følge budgetloven: En illustration ..... | 22        |
| 2.8. Er investeringsscenariet holdbart? .....                                            | 23        |
| <b>3. Risikoscenarier .....</b>                                                          | <b>26</b> |
| 3.1. Langvarig nedgang på eksportmarkederne .....                                        | 26        |
| 3.2. Svækkelse af danske virksomheders konkurrencestilling .....                         | 27        |
| 3.3. Nogle andre risikofaktorer .....                                                    | 28        |
| 3.4. Sammenfatning: Hvor robust er dansk økonomi over for negative stød? .....           | 28        |
| <b>4. Konklusioner .....</b>                                                             | <b>29</b> |
| <b>Appendiks 1: Egenskaber ved MAKRO-modellen .....</b>                                  | <b>30</b> |
| <b>Appendiks 2: Finanspolitikens Gyldne Regel .....</b>                                  | <b>33</b> |
| <b>Litteraturhenvisninger .....</b>                                                      | <b>35</b> |

## Forord

Danmark står foran at skulle gennemføre en række store samfundsinvesteringer over de næste årtier.

Vi skal gennemføre en historisk omstilling af vores energisektor og gøre os uafhængige af fossile brændsler. Vi skal gennemføre store investeringer i klimatilpasning for at håndtere mere ekstremt vejr og flere oversvømmelser. Vi skal omstille os til et mere digitalt samfund med både AI og helt nye digitale muligheder skabt af udviklingen inden for bl.a. kvantecomputere. Og vi skal reinvestere i vores eksisterende samfundsinfrastruktur, som flere steder er nedslidt og tæt på udtjent. Alt det skal vi gøre samtidigt med, at vi skal opruste det danske forsvar til en ny, geopolitisk virkelighed.

CIP Foundation har derfor igangsat et projekt, *"En langsigtet plan for Danmarks investeringer"*, som skal belyse behovet for investeringer fremadrettet; hvad der er brug for, hvordan vi hensigtsmæssigt finansierer det; og hvor stort det økonomiske spillerum er for at øge investeringerne uden at reducere andre offentlige udgifter, og uden at den økonomiske holdbarhed sættes over styr.

For at få svar på det sidste spørgsmål har vi som led i projektet bedt professor i økonomi og tidligere overvismand Peter Birch Sørensen og tidligere departementschef Jørgen Rosted om at analysere konsekvenserne for dansk økonomi, hvis vi øger de offentlige og de private investeringer markant gennem en længere periode frem mod 2050. Analysen er udført i samarbejde med DREAM-gruppen baseret på MAKRO-modellen og det beregningsgrundlag, som Finansministeriet bruger.

Analysen viser, at det er ganske betydelige beløb, der kan investeres, uden at den langsigtede holdbarhed sættes over styr. Der er kapacitet i økonomien til at løfte de offentlige og private investeringer med 1,5 pct. af BNP årligt over et par årtier og samtidig opretholde en vis økonomisk stødpude. Det svarer til investeringer for 1.350 mia. kr. i perioden 2030 til 2050. Vi taler derfor om plads til et meget væsentligt løft af investeringerne - og det er efter, at der er afsat ekstra midler til øgede forsvarsudgifter.

Det er et godt udgangspunkt, når regeringen her i begyndelsen af 2026 skal udarbejde en langsigtet økonomisk plan. Der er plads til både offentligt forbrug og flere investeringer, og investeringsløftet kan

bidrage positivt til, at produktivitet og produktion øges, som Mario Draghi anbefaler i sin meget omtalte rapport fra 2024.

Vi har råd til at øge investeringerne i Danmark. Vi har et stort opsparingsoverskud og placerer en betydelig del af det i udlandet. Det medvirker bl.a. til store overskud på betalingsbalancen. Men noget af opsparingen kan også gå til fornuftige investeringer i Danmark, hvis mulighederne bliver tydeligere. Det arbejder CIP Foundation for i dette projekt.

Den danske pensionssektor har ved flere lejligheder fremhævet de mange milliarder, der er til rådighed for investeringer i f.eks. forsvar, grøn omstilling og andre former for styrket resiliens.



Analysen sætter også fokus på den danske budgetlovs<sup>1</sup> begrænsninger i forhold til at håndtere længe-revarende investeringsbehov, særligt når demografien også presser. Derfor analyserer vi også, hvor store investeringer der er plads til, hvis budgetloven skal overholdes. Det er cirka det halve i forhold til det fremlagte investeringsscenarie eller ¾ pct. af BNP.

Det indebærer en risiko for, at vi underinvesterer i dansk økonomi, når der skal prioriteres mellem offentligt forbrug og offentlige investeringer. En mulighed er derfor i højere grad at mobilisere risikovillig privat kapital i finansieringen af langsigtede samfundsinvesteringer. Det kan være i form af såkaldte "off-balance" modeller, som ikke påvirker den strukturelle saldo, eller ved at fremme private investeringer med statslig katalytisk kapital.

En anden mulighed er at styre efter finanspolitikken såkaldte gyldne regel. Den siger, at der skal være balance mellem den offentlige sektors indtægter på den ene side, og den offentlige sektors driftsudgifter, gældsomkostninger og løbende reinvesteringer på den anden side.

Det er op til Folketinget at beslutte, hvilken vej man vil betrede, og efter hvilke pejlemærker finanspolitikken skal styres.

Vi håber, at denne analyse kan være med til at sætte fokus på, at der i en tid med stor usikkerhed og et historisk stort behov for investeringer er plads i økonomien til at øge investeringerne betydeligt uden at skulle sænke det offentlige forbrug eller øge skatterne.

Danmark står, sammenlignet med mange andre europæiske lande, et godt sted med pæn vækst i den private sektor og sunde offentlige finanser.

Vores mål er at fremtidssikre dansk økonomi bedst muligt. Det gør man ikke nødvendigvis ved at køre med størst mulige overskud. Det er i den forbindelse værd at huske, at vi kan øge investeringerne betragteligt uden at sætte holdbarheden over styr. Men vi kan ikke øge de offentlige driftsudgifter tilsvarende, uden at udfordre økonomiens holdbarhed.

Rapporten er som nævnt et led i projektet, "*En langsigtet plan for Danmarks investeringer*". Projektets kommissorium, analyser m.v. kan findes [på projektets side](#).

God læselyst!



**Torben Möger Pedersen**  
Bestyrelsesformand i CIP Foundation



**Anders Eldrup**  
Bestyrelsesmedlem i CIP Foundation



**Charlotte Jepsen**  
Ledende partner i CIP Foundation

<sup>1</sup> Budgetloven forudsætter, at den offentlige saldo maksimalt må have et underskud på 1 pct. af BNP korrigeret for konjunkteffekter.

## Indledning og sammenfatning: Behovet for større investeringer

Det danske samfund står over for store udfordringer i de kommende årtier. Energi- og transportsystemet skal frigøres fra afhængigheden af fossile brændsler; fødevareproduktionen skal omstilles, så den bliver klima- og miljømæssigt bæredygtig; infrastrukturen skal gøres mere robust over for de kommende klimaforandringer og opgraderes, dér hvor vedligeholdelsestilstanden er utilfredsstillende; vores forsvar skal styrkes, og vi skal håndtere de omvæltninger, der kan følge med fremkomsten af ny teknologi som f.eks. kunstig intelligens.

Alt dette vil kræve nye store offentlige og private investeringer. Der er risiko for, at kommende forsvarsinvesteringer vil tage fokus fra andre behov, men det er nu, der skal investeres på flere fronter for at skabe rammerne for fremtidens samfund. Draghi-rapporten fra 2024 fremhævede tilsvarende behovet for flere investeringer i Europa i f.eks. forsvar, energi og digitalisering, så vi står bedre rustet i den internationale konkurrence og bedre rustet som samfund. Draghi vurderer, at der er behov for at øge investeringsraten i EU med 5 pct. af BNP.

Det er en bunden opgave at finde finansiering til den grønne omstilling, klimatilpasning og øgede investeringer i forsvaret, og det skal ske inden for de kommende årtier, hvor der samtidigt er mest pres på offentlige finanser. Men hvor meget er der plads til og råd til at øge investeringerne, så det stadig er ansvarligt? Det spørgsmål stiller vi i denne rapport, hvor vi belyser de økonomiske konsekvenser af højere investeringer i Danmark og undersøger, hvor meget investeringerne kan øges uden at sætte den økonomiske stabilitet og den samfundsøkonomiske holdbarhed over styr. Grundlaget er DREAMs nyligt udviklede MAKRO-model, der også anvendes af de økonomiske ministerier.

Danmarks udgangspunkt for at hæve investeringerne er heldigvis godt. De offentlige finanser er sunde, og der er stort overskud på betalingsbalancen over for udlandet, så vi er ikke afhængige af låntagning i udlandet for at kunne finansiere større investeringer. I de nærmeste årtier bliver de offentlige finanser dog presset af, at arbejdsstyrken falder i forhold til antallet af personer uden for arbejdsmarkedet. I den situation kan budgetloven - den danske version af EU's budgetregler - stå i vejen for gennemførelsen af nødvendige og fornuftige investeringer, hvis reglerne administreres for stift.

Vort fokus er perioden frem til 2050, men da investeringer i f.eks. infrastruktur har lange levetider, kigger vi også frem til 2070. Vi beskriver et scenarie, hvor de produktive private og offentlige investeringer

løftes gradvist fra år til år. I 2030 er løftet på ca. 25 mia. kr., og i slutningen af 2040'erne er løftet på ca. 75 mia. kr. svarende til en stigning i investeringerne på 13 pct. i forhold til i dag. I gennemsnit over hele perioden 2030-2050 stiger de årlige investeringer med ca. 9 pct. Det er en stigning i investeringernes andel af BNP på knap 1,5 pct. Dermed kommer investeringernes andel af BNP i Danmark op over de senere års investeringsniveau i EU og USA.

Samlet set løftes de offentlige investeringer og de private erhvervsinvesteringer med knap 1.350 mia. kr. målt i 2025-priser i perioden 2030 til 2050. Populært sagt svarer det til 24 Femern Bælt forbindelser eller 190 nye supersygehuse over hele perioden.

Investeringsscenariet er et regneeksempel. Der er tale om et mærkbart løft i investeringerne, men i hvilket omfang det er stort nok til at rumme fremtidens investeringsbehov, tager vi ikke stilling til her. Størrelsen af investeringsløftet er fastlagt sådan, at de offentlige investeringer kan finansieres ved at acceptere et lavere overskud på statsbudgettet eller ved, at staten optager lån, uden at det på et senere tidspunkt bliver nødvendigt at hæve skatterne eller skære ned på det offentlige forbrug. Det kan lade sig gøre på trods af de kommende års demografiske modvind, fordi Danmarks offentlige finanser i dag er "overholdbare" i kraft af, at vi i en årrække har haft overskud på det offentlige budget.

Beregningerne bag rapporten er gennemført under den ufravigelige betingelse, at der fortsat skal sikres en holdbar samfundsøkonomi. Det betyder bl.a., at finanspolitikken "Gyldne Regel" overholdes. Den indebærer, at udgifter til den løbende drift af den offentlige sektor skal finansieres af de løbende indtægter, men at offentlig låntagning kan finansiere en stigning i landets produktionsapparat til gavn for kommende generationer.

Vi finder, at det illustrerede investeringsscenarie er klart holdbart under de forudsætninger, som Finansministeriet har lagt til grund for ministeriets fremskrivning af udviklingen i dansk økonomi fra august 2025. Vores investeringsscenarie efterlader således en vis finanspolitisk "overholdbarhed" i erkendelse af, at der er usikkerhed om, hvor overholdbar finanspolitikken faktisk er; at der kan være ønsker om andre udgiftskrævende politiske initiativer, og at økonomien kan blive ramt af uforudsete negative stød, som svækker holdbarheden. Vi beskriver også nogle risikoscenarier for dansk økonomi for at illustrere, hvorvidt holdbarheden kan blive udfordret af uforudsete begivenheder. Risikoen for eksterne stød fra

den globale økonomi taler for at opretholde en vis stødpude af handlemuligheder via "overholdbarhed".

Rapporten konkluderer bl.a.:

- Det er makroøkonomisk holdbart og inden for økonomiens kapacitetsgrænser at kunne øge investeringerne i det danske samfund med op til 13 pct. over de næste årtier svarende til 1,5 pct. af BNP.
- Det er et væsentligt investeringsløft, som indfases over tid og i værdi udgør op til 75 mia. kr. mere om året.
- Et investeringsløft i den størrelsesorden svarer eksempelvis til investeringer i to storebæltsbroer eller 10 supersygehuse om året over en længere årrække.
- Et investeringsløft på 1,5 pct. af BNP kommer oven i øgede forsvarsinvesteringer og bringer den samlede investeringskvote op over det amerikanske niveau, men kun lidt over det danske historiske gennemsnit.
- Investeringsløftet vil kunne understøtte øget produktivitet i den offentlige og private sektor og øge produktionen og dermed BNP og velstanden med 3-4 pct.
- Øgede private investeringer vil sandsynligvis skulle fremmes af det offentlige, f.eks. gennem lånegarantier eller direkte støtte, hvilket kan være nødvendigt, hvor det fremmer brug af ny teknologi, grøn omstilling, transport og andre typer infrastrukturinvesteringer med væsentlige positive spredningseffekter og elementer af offentlige goder, f.eks. visse former for klimatilpasning.

- I modelberegningen er de private investeringer løftet som følge af øget offentlig støtte. Politisk vil man også kunne vælge at bruge andre metoder til at øge de private investeringer, herunder krav der fremmer private investeringer og omstilling. Dette er billigere for staten, men kan medføre større omkostninger i den private sektor.
- Dansk økonomi er overholdbar, så der er plads til at fremme investeringsomfanget uden at sænke det offentlige forbrug eller øge skatterne.
- Investeringsløftet overholder stort set fuldt ud den "Gyldne Regel" for finanspolitikken, som kræver, at det offentlige budgetunderskud i en normal konjunktursituation ikke må overstige de offentlige udgifter til investeringer.
- Under Finansministeriets antagelser om den fremtidige udvikling i den internationale økonomi vil der med investeringsløftet fortsat være et betydeligt overskud på Danmarks betalingsbalance over for udlandet, og den danske statsgæld (ØMU-gælden) vil holde sig pænt under EU's overgrænse for gælden. EU's grænse for, hvor stort det offentlige budgetunderskud må være i en normal konjunktursituation, overskrides dog i en periode, men modsvares af øgede investeringer.
- Investeringsløftet kan hjælpe til at mindske de negative effekter på produktion og beskæftigelse af negative udefrakommende stød til dansk økonomi.

Tabellen nedenfor viser de maksimale ændringer i de danske økonomiske nøgletal, som investeringsløftet vil medføre i perioden 2030-2050.

|                                      | Maksimal ændring i forhold til grundforløb | Niveau i år for maksimal ændring | År for maksimal ændring |
|--------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| <i>Procent af BNP</i>                |                                            |                                  |                         |
| Samlede investeringer (ekskl. bolig) | +1,6                                       | 17,8                             | 2041                    |
| Offentlige investeringer             | +0,8                                       | 4,1                              | 2043                    |
| Betalingsbalance                     | -1,4                                       | 4,2                              | 2046                    |
| Offentlig saldo                      | -1,3                                       | -1,5                             | 2047                    |
| ØMU-gæld                             | +14,9                                      | 50,5                             | 2050                    |
| <i>Antal personer</i>                |                                            |                                  |                         |
| Beskæftigelse (byggeriet)            | +9.000                                     | 191.000                          | 2040                    |
| <i>Procentpoint</i>                  |                                            |                                  |                         |
| Timelønudvikling (byggeriet)         | +0,5                                       | 3,9                              | 2031                    |
| Inflation                            | +1,2                                       | 2,9                              | 2030                    |

I det beskrevne investeringsløft reduceres holdbarheden fra 1,4 til 0,8 pct. af BNP, hvilket stadig efterlader et vist økonomisk råderum til at håndtere udefra kommende stød til økonomien eller andre politiske prioriteringer. Det kan f.eks. være en ændring af pensionsalderen som foreslået fra flere sider.

Finansieringen af de øgede investeringer betyder, at Danmark i de såkaldte "hængekøjeår", hvor det demografiske pres på de offentlige finanser er størst, vil bryde med budgetlovens krav om et maksimalt underskud på den strukturelle offentlige saldo på 1 pct. af BNP. Overskridelsen er dog moderat, og underskuddet på den strukturelle saldo er maksimalt 2 pct. af BNP i perioden. Det er væsentligt mindre end mange andre EU-landes nuværende budgetunderskud. I den forbindelse kan det nævnes, at Tyskland i 2025 har truffet politisk beslutning om, at øgede investeringer i infrastruktur og forsvar ikke skal være omfattet af den såkaldte gældsbremse, som er Tysklands version af budgetloven, og der er dermed fortilfælde i EU for at lade visse typer af investeringer være undtaget fra normale budgetregler.

Hvis man fortsat vil overholde reglerne i den nuværende danske budgetlov, vil man i perioden frem mod 2050 kun kunne øge de offentlige investeringer og de offentligt støttede private investeringer i Danmark med ca. halvt så meget som i det beskrevne investeringsscenarie, medmindre man er villig til at øge skatterne, gennemføre offentlige besparelser, eller finde alternative finansieringsformer. En så beskeden stigning i investeringerne er formentlig ikke tilstrækkelig til at imødekomme investeringsbehovet.

En mulig vej er at inddrage mere privat kapital i de store samfundsinvesteringer end forudsat i investeringsscenariet. Det kan f.eks. ske ved større brug af såkaldte "off-balance" modeller i form af offentlige selskaber, større brug af offentligt-private partnerskaber eller andre modeller, hvor pensionsselskaberne med fordel kan investere mere i samfundsprojekter.

Rapporten er opdelt i fire hoveddele. I kapitel 1 forklarer vi baggrunden for Danmarks store opsparringsoverskud og det tilhørende betalingsbalanceoverskud, der er grundlaget for, at det er holdbart at øge de indenlandske investeringer. Vi diskuterer også, hvordan man kan vurdere, om et samfundsøkonomisk forløb er holdbart, og vi beskriver baggrunden for EU's budgetregler, der kan blive en hæmsko for øgede investeringer, ligesom vi omtaler en række usikkerhedsfaktorer, som kan indvirke på fremtidens investeringsbehov. Kapitel 2 indeholder en nærmere gennemgang af investeringsscenariet og virkningerne på samfundsøkonomien, hvis den internationale økonomi udvikler sig som forudsat af Finansministeriet. Kapitel 3 beskriver, hvordan investeringsscenariet vil virke i nogle risikoscenarier med forværrede internationale rammevilkår, og kapitel 4 opsummerer rapportens hovedkonklusioner. Appendiks 1 beskriver det økonomiske modelværktøj, der er anvendt til analysen, og Appendiks 2 giver en nærmere forklaring af finanspolitikken Gyldne Regel og nogle udenlandske erfaringer med reglen.

# 1. Opsparing, investering og samfundsøkonomisk holdbarhed

## 1.1. Det danske opsparingsoverskud

Den samlede opsparing i Danmark er særskilt højt i forhold til de fleste andre lande. Det fremgår af de tre diagrammer i figur 1.1, hvor de mørkeblå kurver viser den samlede private og offentlige opsparing, og de lyseblå kurver viser de samlede private og offentlige investeringer.<sup>2</sup> Både opsparing og investering er målt i pct. af BNP.

Den lodrette afstand mellem kurverne viser opsparingsoverskuddet og er altså forskellen mellem landets samlede opsparing og den samlede investering i landet. Forskellen er lig med overskuddet på betalingsbalancen over for udlandet; et overskud som må placeres i udlandet i form af køb af udenlandske aktier og obligationer eller ved direkte erhvervsinvesteringer i udlandet. Et underskud på betalingsbalancen betyder, at en del af de indenlandske investeringer finansieres af udenlandske investorer, hvorved der opbygges gæld til udlandet.

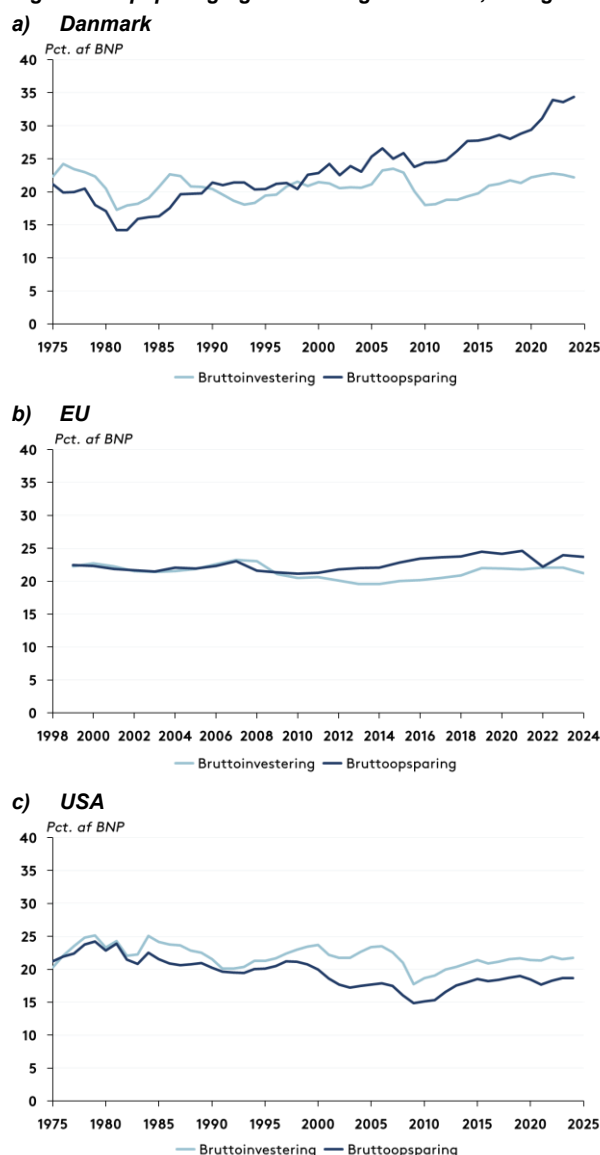
Vi ser af figur 1.1, at investeringerne i de senere år har ligget på omtrent samme niveau på godt 20 pct. af BNP i både Danmark, EU og USA. Danmark skiller sig imidlertid ud ved, at opsparingskvoten (opsparingsens andel af BNP) er langt større end i EU og USA. Mens Danmarks opsparingskvote i dag er på næsten 35 pct. af BNP, ligger opsparingskvoterne i EU og USA henholdsvis lidt over og lidt under 20 pct.

Det store danske opsparingsoverskud skyldes til dels, at den offentlige sektor sparer op via et overskud på det offentlige budget, hvorimod der i EU-landene som helhed og i USA er underskud på de offentlige finanser. Det danske opsparingsoverskud skyldes dog også i høj grad det robuste danske pensionssystem. I Danmark betaler både arbejdsgivere og lønmodtagere årlige bidrag til den enkelte lønmodtagers fremtidige pension. Det danske system betyder således, at der løbende spares op til den fremtidige pension.

I mange andre EU-lande bidrager arbejdsgiverne også til lønmodtagernes pension, men det sker typisk gennem garantiordninger, hvor arbejdsgiverne garanterer et bidrag til pension afhængig af, hvor længe ansættelsesforholdet har varet.

Arbejdsgiverne og de ansatte sparer ikke op til den fremtidige pension; arbejdsgiverne betaler i stedet til en forsikring, så lønmodtagerne er garanteret pension, selvom virksomheden er lukket eller af andre grunde ikke kan indfri pensionsforpligtelsen. En sådan ordning findes i Tyskland og Frankrig, men også i flere andre EU-lande.

**Figur 1.1: Opsparing og investering i Danmark, EU og USA**



Kilde: World Bank.

Note: Kurverne angiver den samlede nationale opsparing og investering. Bruttoopsparingen er opgjort som summen af bruttoinvesteringer og saldoen på betalingsbalancens løbende poster.

<sup>2</sup> Kurverne viser bruttoopsparingen og bruttoinvesteringerne, dvs. tallene er ikke korrigeret for nedslidning og forældelse af det eksisterende kapitalapparat (afskrivninger).

Den store danske opsparing i forhold til vores indenlandske investeringer betyder, at vi også må investere i udlandet ud over i Danmark.

Gennem offentlige initiativer, der tilskynder både private og offentlige investeringer, kan en større del af den private opsparing medvirke til at finansiere investeringer i Danmark. Det kan ske, uden at vi stifter gæld til udlandet, da vi i udgangspunktet har et stort betalingsbalanceoverskud. Ved at acceptere et mindre overskud på betalingsbalancen kan vi finansiere øgede indenlandske investeringer ud af vores egen opsparing. Det betyder blot, at vi sænker tempoet i opbygningen af Danmarks udlandsformue; til gengæld øger vi så det danske produktionsapparat og forbedrer den danske infrastruktur.



## 1.2. Holdbar finanspolitik og holdbar gæld

Om et samfundsøkonomisk forløb med højere investeringer er holdbart afhænger bl.a. af finanspolitikken, som skal varetage mange opgaver og opfylde flere hensyn.

I nutidens samfund er der store udsving i både det offentlige udgifter og indtægter. I nedgangstider stiger udgifterne, og indtægterne falder, mens det er omvendt i opgangstider. Alderssammensætningen i befolkningen afhænger både af fødselstal og levealder, hvorfor der kan opstå perioder med særligt høje udgifter og mere begrænsede indtægter. I de næste 10-15 år bliver der relativt færre i den normalt arbejdsdygtige alder i forhold til antallet af ældre, og derfor forventes den danske offentlige saldo at blive forværret frem mod 2040 for herefter at blive forbedret igen. Dette kaldes populært for "hængekøje-effekten".

Finanspolitikken skal medvirke til en stabil og holdbar samfundsøkonomi. I opgangstider må økonomiens kapacitetsgrænser ikke overskrides, så det

medfører overophedning, og i nedgangstider må finanspolitikken medvirke til at begrænse stigningen i ledigheden.

De mange opgaver betyder, at der i perioder kan opstå underskud på de offentlige finanser og i andre perioder overskud. På den baggrund har man i den internationale faglitteratur opstillet en "Gylden Regel" for finanspolitikken, som i perioder også er blevet praktiseret i en række lande (se Appendiks 2). Den Gyldne Regel fremhæver vigtigheden af at skelne mellem, om et offentligt budgetunderskud skyldes offentligt forbrug eller offentlige investeringer. Det er afgørende, at et offentligt forbrug ikke vedvarende finansieres gennem lån, da det undergraver holdbarheden af de offentlige finanser. Det kan derimod være fornuftigt at låne til investeringer, som styrker økonomien og forbedrer vores samfund på sigt. Finanspolitikken Gyldne Regel siger derfor, at driftsudgifter skal dækkes af driftsindtægter set hen over en konjunkturperiode. At finanspolitikken Gyldne Regel tillader, at de årlige udgifter til investeringer i offentlig infrastruktur og offentlige bygninger lånefinansieres, skal sikre, at det ikke kun er skatteyderne i den forholdsvis korte periode, hvor investeringen foregår, der betaler alle udgifterne, men at det bliver skatteydere i hele låneperioden, der er med til at afholde udgifterne.

Med finanspolitikken mange opgaver og udfordringer opstår et vanskeligt spørgsmål om, hvor stort et investeringsomfang, der kan lånefinansieres; altså hvor grænsen går for en holdbar offentlig gæld. Det spørgsmål vil i sidste ende blive afgjort af markedet; af långiveres tillid til, at den statslige låntager kan betale renter og afdrag på lånet. Långivers tillid viser sig i rentens størrelse. Er der stor tillid til, at låntager kan indfri sine forpligtelser, kan der lånes til en lav rente. Opstår der tvivl om det offentlige muligheder for og den politiske vilje til at betale renter og afdrag på gælden, vil det vise sig i en højere rente.<sup>3</sup>

Et stigende rentespænd i forhold til det internationale renteniveau er således et tegn på, at der er tvivl om den offentlige gælds holdbarhed, og at en uændret videreførelse af den offentlige låntagning vil ende galt. Grænsen for lånefinansiering af offentlige investeringer bestemmes altså af kapitalmarkedernes tillid til, at det offentlige kan opfylde sine gældsforpligtelser. Det så man f.eks. under den europæiske gældskrise i starten af 2010'erne, hvor udenlandske långivere pludselig stoppede deres långivning til en række EURO-lande med store underskud på statsfinanserne, lav privat opsparing og underskud på betalingsbalancen. Konsekvensen var, at andre EU-medlemslande og den europæiske centralbank

<sup>3</sup> At store underskud på det offentlige budget og en høj statsgæld medfører en stigning i rentespændet over for udlandet er bl.a. dokumenteret i

Ardagna m.fl. (2004), Alexopoulou m.fl. (2010), Baldacci og Kumar (2010), Bernoth og Erdogan (2012) og Poghosyan (2014).

måtte træde til med redningsaktioner for at forhindre, at landene gik statsbankerot.

Finanspolitiske regler såsom EU's budgetregler har bl.a. til formål at forebygge, at medlemslandene opbygger så stor en statsgæld, at den slags kriser indtræffer. Udgangspunktet for budgetreglerne i EU var et historisk kompromis mellem Frankrig og Vesttyskland. Efter Berlinmurens fald var det afgørende for tyskerne, at Vesttyskland og DDR blev genforenet. Det ville gøre Tyskland til det klart største land i EU. Ønsket blev accepteret af Frankrig på den betingelse, at et genforenet Tyskland blev medlem af en Økonomisk og Monetær union med fælles valuta. Altså at Tyskland opgav den stærke D-mark. Det accepterede Tyskland på betingelse af, at tysk budgetdisciplin kom til at gælde for alle de lande, der blev medlem af den Økonomiske og Monetære Union, og fik euroen som fælles valuta. Og sådan blev det.

Maastricht-traktaten fastslår, at hvert medlemsland hæfter for sin egen gæld. Traktaten indeholder to konkrete budgetmål: Underskuddet i den offentlige sektor må ikke overstige 3 pct. af BNP, og den offentlige gæld må ikke overstige 60 pct. BNP. EU-Kommissionen og Rådet af Økonomi- og Finansministre skal i princippet sikre, at alle EU's medlemslande overholder de to budgetmål – også de lande som ikke er medlem af euro samarbejdet. Administrationen af budgetreglerne er justeret flere gange. De blev strammet betydeligt i kølvandet på finanskrisen 2008-09 og den efterfølgende statsgældskrise, men er siden blevet lempet flere gange.



I 2024 fremlagde en ekspertgruppe under ledelse af den tidligere europæiske centralbankchef Mario Draghi en meget omtalt rapport, der påpegede et behov for et markant løft i investeringerne i EU's medlemslande med mange af de samme begrundelser som dem, vi nævnte i indledningen, men også for at styrke europæiske virksomheders konkurrenceevne over for omverdenen, jf. Draghi (2024). Flere har udtrykt bekymring for, at EU's budgetregler kan hæmme nødvendige investeringer. Et tegn på, at budgetreglerne udgør en begrænsning for investeringerne i EU, er, at der er stadig flere områder, hvor

EU optager fælleslån, som fordeles mellem landene, uden det tæller med i opgørelsen af landets EU-gældsloft. Et eksempel er udstedelsen af "grønne obligationer" inden for rammerne af NextGeneration-EU-programmet, der skal fremme EU's grønne omstilling. Danmark skal som medlem af EU overholde unionens budgetregler, men da vi ikke anvender euroen, kan vi ikke pålægges bøder, hvis vi overskrider grænseværdierne for budgetunderskud og statsgæld. Det giver formentlig Danmark en større frihed til at anvende vores høje opsparing mere aktivt til at finansiere investeringer i Danmark.

Den danske udgave af EU's budgetregler er udmøntet i budgetloven, der foruden de nævnte overgrænser for statsgælden og det faktiske budgetunderskud også indeholder en regel om, at underskuddet på den strukturelle offentlige saldo – dvs. saldoen renset for effekten af konjunkturudsving – normalt ikke må overskride 1 pct. af BNP. Denne regel skal hjælpe til at sikre, at det faktiske budgetunderskud ikke kommer op over 3 pct. af BNP i en typisk lavkonjunktur.

Mens reglerne i budgetloven har til formål at sikre finanspolitisk disciplin på kortere sigt, bruger man også den såkaldte finanspolitiske holdbarhedsindikator (HBI) til at vurdere, om finanspolitikken er langtidsholdbar. HBI-tallet angiver, hvor meget finanspolitikken skal strammes eller lempes for at sikre, at de offentlige indtægter over tid netop svarer til udgifterne over tid, dvs. at nutidsværdien (den neddiskonterede værdi) af de fremtidige offentlige indtægter svarer til nutidsværdien af de fremtidige offentlige udgifter inklusive renterne af den offentlige gæld. Hvis HBI f.eks. er -1,0, betyder det, at skatterne permanent skal stige med 1 pct. af BNP, eller at de offentlige udgifter permanent skal sænkes med 1 pct. af BNP for at sikre, at den offentlige gæld er stadigt stigende i forhold til BNP. Hvis HBI omvendt er 1,0, kan man permanent sænke skattetrykket med 1 pct. eller øge de offentlige udgifter med 1 pct. af BNP ud i al fremtid, uden at den offentlige gæld løber løbsk.

En negativ HBI-værdi signalerer altså, at finanspolitikken er uholdbar på langt sigt, mens en positiv HBI-værdi er et tegn på, at finanspolitikken er "overholdbar" og derfor kan lempes permanent. Selvom HBI er positiv, kan der godt være underskud på det offentlige budget i nogle fremtidige år, hvis det modsvares af passende store overskud i andre fremtidige år. Tilsvarende kan HBI godt være negativ, dvs. finanspolitikken kan være uholdbar i det lange løb, selvom der er udsigt til et offentligt budgetoverskud i nogle af de fremtidige år.

Den finanspolitiske holdbarhed (HBI) blev vurderet til 1,4 pct. af BNP af Finansministeriet i 2025 svarende til, at økonomien er overholdbar, hvor der over tid vil komme større indtægter end udgifter.

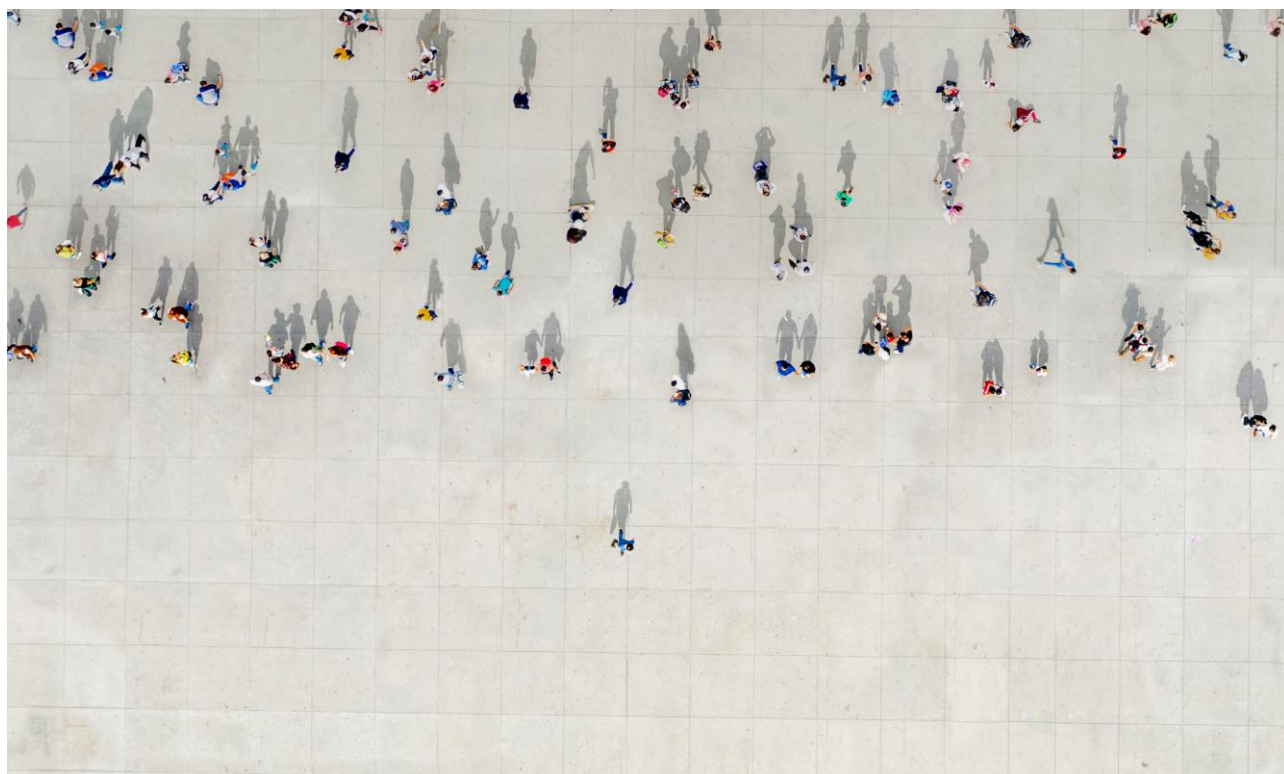
HBI kan være nyttig til at indikere, om der er udsigt til et uholdbart pres på de offentlige finanser et stykke ud i fremtiden, f.eks. hvis befolkningens sammensætning ændres over tid på en måde, der mindsker de offentlige indtægter i forhold til udgifterne. Ved at følge udviklingen i HBI kan politikerne nå at reagere i tide, hvis de offentlige finanser truer med at køre af sporet. I analysen i Del 2 ser vi derfor bl.a. på, hvordan HBI vil blive påvirket af vores investeringsscenarie, når vi skal vurdere, om det er holdbart. Men da beregningen af HBI kræver antagelser om udviklingen langt ud i en usikker fremtid, er der også behov for at se på andre indikatorer for, om finanspolitikken er holdbar. Rentespændet over for udlandet er som nævnt én sådan indikator. Da rentespændet erfaringsmæssigt reagerer på store offentlige budgetunderskud, men ofte først med en vis forsinkelse, er det aktuelle budgetunderskud og de forventede underskud de nærmest kommende år også relevante indikatorer.

I den forbindelse gør det dog som nævnt en væsentlig forskel, om et offentligt underskud og den dermed følgende offentlige gældsætning går til at dække løbende driftsudgifter, eller om låntagningen finansierer investeringer, der øger kapaciteten til at producere varer og tjenester i offentligt eller privat regi. Når låntagningen modsvares af investeringer, vil fremtidens borgere få højere indkomster eller bedre offentlig service som modstykke til de skatter, der skal

dække renterne af den øgede statsgæld. Det er derfor, vi også interesserer os for, om finanspolitikken Gyldne Regel er opfyldt, dvs. om den offentlige låntagning går til at finansiere offentligt forbrug her og nu, eller den går til at investere i fremtiden. Som vi skal se, vil vort investeringsscenarie ikke kunne overholde budgetlovens krav om, at underskuddet på den strukturelle offentlige saldo aldrig må blive større end 1 pct. af BNP, men investeringsscenariet vil stort set overholde den Gyldne Regel i alle fremtidige år under Finansministeriets forudsætninger om udviklingen på de danske eksportmarkeder.

### 1.3. Opfyldelse af fremtidens investeringsbehov og usikkerhed om verdensøkonomien

Usikkerheden om verdensøkonomien er i dag større, end den har været i meget lang tid, fordi de internationale økonomiske og politiske spilleregler, der har været gældende siden Anden Verdenskrig, er under nedbrydning. Der har gennem tiderne været økonomiske tilbageslag og kriser, også i de seneste årtier, men erfaringen er, at økonomien kommer på fode igen efter en krise. Men der er opstået en grundlæggende usikkerhed, som vi ikke har kendt i nyere tid. Det gælder usikkerhed om USA's fremtidige rolle, men også Kinas, Indiens og de øvrige BRIKS-landes fremtidige position i verdensøkonomien og den fremtidige udvikling i det Globale Syd. Krigen mellem Rusland og Ukraine bidrager yderligere til en grundlæggende usikkerhed om fremtiden.



Den store globale usikkerhed gør det mere usikkert at fastlægge et holdbart råderum for lånefinansiering af offentlige investeringer. Det er heller ikke så ligetil at afgøre fremtidens investeringsbehov.

På en række områder vil en opfyldelse af de politiske målsætninger dog kræve både offentlige og private investeringer. Det gælder den Grønne Trepert og øvrige investeringer for at sikre opfyldelse af Danmarks klimamål. Men det gælder f.eks. også investeringer for at bevare eller genoprette biodiversiteten og genskabe et sundt havmiljø og sikre rent drikkevand.

Den allerede konstaterede koncentration af CO<sub>2</sub> i atmosfæren er nu så høj, at der med stor sikkerhed må forventes flere voldsomme naturhændelser som følge af klimaforandringer. At forebygge alle konsekvenser af fremtidige naturhændelser er næppe

længere muligt. Men hvor store naturskaderne vil blive, og hvad det vil kræve at udbedre dem, kan ikke forudsiges med nogen stor sikkerhed. Usikkerheden gælder også spørgsmålet om, i hvilket omfang det bliver private eller det offentlige, der skal udbedre skaderne.

Ingen kan med sikkerhed sige, hvilken betydning alt dette vil få for den fremtidige verdensøkonomi og fremtidens investeringsbehov. Men det bør ikke føre til handlingslammelse og unødigt tilbageholdenhed med investeringer. På trods af den store usikkerhed er der ikke tvivl om, at der er behov for betydelige investeringer i fremtiden, og at der derfor må findes veje til at indfri så meget af behovet som muligt.

I næste del af rapporten ser vi nærmere på et scenarie for øgede investeringer i Danmark under alternative forudsætninger om udviklingen i udlandet.

## 2. Et investeringsscenarie for dansk økonomi

Som vi har set, er Danmarks samlede opsparring meget høj set i internationalt perspektiv, og en stor del af opsparringen investeres i udlandet. Samtidigt har vi set, at der af mange grunde er behov for et mærkbart løft i investeringerne i dansk økonomi frem mod 2050. Der er med andre ord brug for, at en større del af Danmarks samlede opsparring investeres i indlandet. I det følgende undersøger vi derfor spørgsmålet: Hvor meget kan investeringerne i Danmark øges uden at sætte den samfundsøkonomiske holdbarhed over styr? Med "holdbarhed" menes i første række, at det offentlige kan dække alle sine udgifter i det lange løb, så internationale investorer ikke mister tilliden til dansk økonomi, men også at man ikke overskrider økonomiens normale kapacitetsgrænser, så inflationen løber løbsk.



Det vil selvsagt være holdbart at øge de offentlige investeringer væsentligt, hvis man politisk er villig til at finansiere det ved at hæve skattetrykket eller sænke de offentlige udgifters andel af BNP. I sidste ende er det derfor et politisk spørgsmål, hvor meget investeringskvoten (dvs. investeringernes andel af den samlede produktion) kan løftes. I den nuværende situation med en stærk dansk økonomi og en høj indenlandsk opsparring er der imidlertid et

råderum for øgede investeringer, selv hvis man ikke hæver skatterne eller sænker de offentlige driftsudgifter.

Vi har derfor undersøgt, hvor meget investeringerne kan løftes, hvis følgende betingelser skal være opfyldt: 1) Skattetrykket må ikke stige. 2) Det offentlige serviceniveau og de gældende overførselsordninger må ikke forringes. 3) Finanspolitikken skal være langtidsholdbar målt ved HBI-indikatoren. 4) På kort og mellemlangt sigt skal finanspolitikken opfylde den Gyldne Regel. 5) Inflationen skal holdes under kontrol.

Ud fra disse kriterier har vi opstillet et scenarie for højere investeringer i Danmark og undersøgt de samfundsøkonomiske effekter ved brug af den nyligt udviklede makroøkonomiske regnemodel MAKRO, der også anvendes af de økonomiske ministerier. Effekterne sammenlignes med et grundforløb for dansk økonomi, der bygger på Finansministeriets forudsætninger fra august 2025 om udviklingen i den internationale økonomi og størrelsen af de offentlige og private investeringer i Danmark i de kommende årtier.

Vi starter nedenfor med en kort beskrivelse af MAKRO-modellens egenskaber, efterfulgt af en redegørelse for Finansministeriets grundforløb, der er udgangspunktet for beregningerne af virkningerne af højere investeringer. Derefter beskriver vi vores scenarie med et mærkbart løft i investeringskvoten og gennemgår effekterne på produktion og beskæftigelse, inflationen, de offentlige finanser, betalingsbalancen og statsgælden mv.

Vi understreger igen, at det viste investeringsscenarie ikke er et bud på, hvor stort investeringsbehovet i dansk økonomi faktisk er, og hvordan øgede investeringer i praksis bør sammensættes, finansieres og fordeles over tid. Investeringsscenariet skal derimod ses som et regneeksempel på, hvor meget det vil være holdbart at øge investeringerne over en bred kam uden at hæve skatterne eller sænke den offentlige service, hvis de internationale rammevilkår og demografien udvikler sig som forudsat i Finansministeriets grundforløb.

Hvis man skal øge de private investeringer, kræver det et økonomisk incitament, da virksomhederne kun vil gennemføre investeringer, der er rentable for dem. I investeringsscenariet er der derfor behov for en økonomisk tilskyndelse, f.eks. i form af lånegarantier eller anden offentlig nedbringelse af risici forbundet med investeringerne. Det vil som udgangspunkt koste på de offentlige budgetter, men det kan

begrundes med, at det kan være vanskeligt at opnå privat finansiering til udvikling og implementering af nye umodne teknologier, som er nødvendige for at løse vigtige samfundsproblemer.

Regneeksemplet illustrerer et scenarie, hvor staten accepterer et lavere budgetoverskud eller optager lån for at kunne finansiere øgede offentlige investeringer og skabe incitament til øgede private investeringer. Scenariet indebærer, at man i en afgrænset periode opererer med et større underskud på de offentlige finanser end tilladt i budgetloven. For at sikre, at der i denne periode fortsat føres en ansvarlig finanspolitik, styrer vores scenarie efter at overholde finanspolitikens Gyldne Regel, som kræver, at offentlig låntagning skal bruges til at finansiere en stigning i det fremtidige produktionsapparat til gavn for kommende generationer. Investeringskvoten vil kunne øges endnu mere end vist i regneeksemplet, hvis man er villig til at hæve skattetrykket eller sænke det offentlige forbrug. Vi udelukker heller ikke, at de lånefinansierede investeringer vil kunne øges endnu mere end vist i vores scenarie, men illustrerer samtidigt nogle risikofaktorer, som kan true holdbarheden i et forløb med højere investeringer.

## 2.1. Analyseværktøjet: MAKRO-modellen

Undersøgelsen bygger som nævnt på den nye makroøkonomiske simulationsmodel MAKRO, der er udviklet af analyseinstituttet DREAM, og som anvendes til makroøkonomiske analyser af Finansministeriet, Økonomiministeriet og Det Økonomiske Råd. Modellen er første gang taget i brug af Finansministeriet og Økonomiministeriet i 2025. MAKRO er en stor empirisk baseret model, der inddeler dansk økonomi i otte forskellige private produktionssektorer samt en offentlig sektor og en husholdningssektor. Modellen er dynamisk, dvs. den beskriver økonomiens udvikling over tid. For at opfange, at folks forbrugs- og opsparingsadfærd afhænger af deres placering i livscyklens, er husholdningerne inddelt i et stort antal overlappende generationer født på forskellige tidspunkter. Dermed opfanger modellen også konsekvenserne for samfundsøkonomien og de offentlige finanser af ændringer i befolkningens alderssammensætning.

Virksomhedernes produktion i modellen foregår ved hjælp af arbejdskraft, kapital, energi samt råvarer og halvfabrikata. Virksomhederne investerer i bygninger og maskiner<sup>4</sup> med henblik på at maksimere deres indtjening over tid. Pga. frie kapitalbevægelser

mellem ind- og udland er den danske rente bestemt af det udenlandske renteniveau. Lønningerne tilpasser sig først gradvis over tid ved ubalancer mellem udbuddet af og efterspørgslen efter arbejdskraft, og på kort sigt er produktion og beskæftigelse derfor bestemt af den samlede efterspørgsel efter varer og tjenester. På længere sigt tilpasser produktionen og arbejdsløsheden sig deres "strukturelle" niveauer, dvs. de niveauer der gælder i en normal konjunktursituation. I det lange løb er produktionen dermed bestemt af økonomiens produktionskapacitet, som afhænger af arbejdsstyrken, kapitalapparatet og arbejdskraftens og kapitalens produktivitet.

Tilpasningen af den faktiske produktion til økonomiens produktionskapacitet sker primært via ændringer i konkurrenceevnen over for udlandet: Hvis der er høj arbejdsløshed, er lønstigningstakten og virksomhedernes omkostninger til rekruttering af arbejdskraft lave, hvilket gradvis forbedrer danske virksomheders konkurrenceevne. Dermed vinder danske virksomheder markedsandele i forhold til udenlandske konkurrenter, og dansk produktion og beskæftigelse stiger op mod deres normale niveauer. Hvis der omvendt er højkonjunktur i Danmark, og arbejdsløsheden er usædvanligt lav, vil de samlede lønomkostninger stige hurtigere i Danmark end i udlandet, og danske virksomheder vil gradvis miste markedsandele, indtil produktion og beskæftigelse er tilbage på normale niveauer.

I standardversionen af MAKRO-modellen påvirkes produktiviteten i den private sektor ikke af øgede offentlige investeringer. Denne forudsætning er muligvis en god tilnærmelse til virkeligheden ved visse typer af offentlige investeringer knyttet til f.eks. ældre-service, forskellige fritidstilbud o.l. Mens sådanne investeringer givetvis kan forbedre kvaliteten af den tilbudte service, har de næppe den store effekt på produktiviteten i private virksomheder. En omfattende økonomisk faglitteratur har imidlertid dokumenteret, at der kan være mærkbare positive virkninger på den private sektors produktivitet af offentlige (og offentligt regulerede selskabers) investeringer i forskellige former for infrastruktur.<sup>5</sup> Et velfungerende transportvæsen og en sikker og billig forsyning med el, varme og vand er f.eks. vigtige for, at produktionen i den private sektor kan tilrettelægges effektivt.

I denne rapport har vi derfor anvendt en version af MAKRO, hvor kapitalens og arbejdskraftens produktivitet påvirkes positivt, når det offentlige kapitalapparat øges via højere offentlige investeringer. Størrelsen af denne produktivitetseffekt er fastlagt sådan, at en stigning i det offentlige kapitalapparat, der har til formål at øge den private produktion, ikke har

<sup>4</sup> Modellens "maskininvesteringer" inkluderer også investering i forskning og udvikling, og "bygninginvesteringer" omfatter investeringer i både bygninger og anlæg.

<sup>5</sup> Bom og Ligthart (2014), Núñez-Serrano og Vélasquez (2017) og Melo m.fl. (2013) giver oversigter over denne empiriske forskningslitteratur.

en større effekt på produktionen end en tilsvarende stigning i det private kapitalapparat. Dette er en konservativ antagelse set i lyset af de empiriske forskningsstudier, der finder betydelige produktivitetseffekter af offentlige infrastrukturinvesteringer, men i lyset af den usikkerhed, der uundgåeligt knytter sig til størrelsen af produktivitetseffekten, vælger vi en forsigtig antagelse for at undgå, at modellen "favoriserer" offentlige på bekostning af private investeringer. Vi har desuden afgrænset den positive produktivitetseffekt af offentlige investeringer til kun at gælde for de private byerhverv, som i modellen omfatter industri, energi, byggeri og privat service eksklusive søfart.

Detaljer vedrørende modelleringen af produktivitetseffekter af offentlige investeringer er dokumenteret i DREAM (2026). MAKRO-modellens øvrige egenskaber er nærmere beskrevet i Appendiks 1 i denne rapport og er dokumenteret i detaljer i et notat af DREAM (2023).

## 2.2. Det økonomiske grundforløb

For at undersøge de makroøkonomiske effekter af højere investeringer tager vi udgangspunkt i et grundforløb for udviklingen i dansk økonomi svarende til det, der blev offentliggjort af Finansministeriet i august 2025 (Finansministeriet, 2025b). Grundforløbet bygger på Danmarks Statistiks befolkningsprognose samt Finansministeriets forudsætninger om den fremtidige udvikling i produktiviteten, renter og aktieafkast, offentligt forbrug og offentlige investeringer og væksten i den internationale økonomi, der bestemmer udviklingen på Danmarks eksportmarkeder. Grundforløbet tager højde for øgede udgifter til forsvaret. Det indeholder således en betydelig forøgelse af det offentlige varekøb på 2 pct. af BNP, hvoraf hovedparten forventes at bestå af øgede forsvarsudgifter. Den langsigtede finanspolitiske holdbarhedsindikator (HBI) er i grundforløbet 1,4 pct. af BNP. Det betyder, at man permanent vil kunne sænke skatterne med et beløb svarende til 1,4 pct. af BNP uden at spare på de offentlige udgifter, og uden at den offentlige gæld vedvarende stiger. Dette er vel og mærke efter, at man har øget udgifterne til forsvaret. Alternativt vil man permanent kunne øge de offentlige udgifters andel af BNP med 1,4 pct. af BNP uden at skulle hæve skatterne og uden at den offentlige gæld løber løbsk.

Når HBI-indikatoren er et positivt tal, siges finanspolitikken som nævnt at være "overholdbar". Da beregningen af HBI bygger på forudsætninger om den fremtidige demografiske og økonomiske udvikling

over en meget lang tidshorisont, er den dog forbundet med stor usikkerhed. Usikkerheden illustreres bl.a. af, at de økonomiske vismænd i deres efterårsrapport fra 2025 skønnede, at HBI kun er 1,0 pct. af BNP, men altså stadig mærkbart positiv. På trods af usikkerheden tyder meget således på, at der ved indgangen til 2026 faktisk var en vis finanspolitisk "overholdbarhed" i Danmark, som giver mulighed for at øge de offentlige eller offentligt støttede investeringer, uden at man bliver nødt til at hæve skattetrykket eller sænke den offentlige service.

Dette er baggrunden for det investeringsscenarie, vi har analyseret ved brug af MAKRO-modellen.

## 2.3. Investeringsscenariet

I vores investeringsscenarie øges investeringerne over en bred kam. Beregningsteknisk antager vi, at de øgede investeringer fordeles ligeligt på rene offentlige investeringer, investeringer i offentligt ejede eller offentligt regulerede selskaber i forsynings- og transportsektoren, og private erhvervsinvesteringer,<sup>6</sup> da vi forventer, at det er nødvendigt med et løft i investeringerne bredt i samfundet. F.eks. vil både den grønne omstilling og klimatilpasning kræve investeringer af både den offentlige sektor, de offentlige forsyningsselskaber og i den private sektor.

De rene offentlige investeringer kan direkte kontrolleres af det offentlige via politiske beslutninger. Investeringssløftet i de offentligt ejede eller regulerede selskaber i forsynings- og transportsektoren fremkommer ved, at de tillades at opkræve en højere brugerbetaling for deres tjenester for at finansiere kapitalomkostningerne forbundet med højere investeringer.

De private erhvervsinvesteringer fremmes gennem statslige investeringstilskud eller lånegarantier, der sænker virksomhedernes kapitalomkostninger. Det er ikke tanken at støtte erhvervsinvesteringer generelt, men derimod at staten påtager sig en del af risikoen ved eksempelvis at udvikle nye teknologier, som er vigtige for den grønne omstilling. Den udviklingsindsats kan sjældent opnå finansiering på rent private markedsvilkår, da den erfaring, der opbygges af virksomheder, som går først på markedet med nye løsninger, kan udnyttes af deres potentielle konkurrenter til at fremstille løsninger, der er billigere. Denne brist i kapitalmarkedet er årsagen til, at lande uden for EU – især USA og Kina – har ordninger, hvor det offentlige er med til at tage risikoen ved udvikling af nye teknologiske løsninger på vigtige

<sup>6</sup> I modelanalysen øges de private investeringer i brancherne industri, byggeri, landbrug, og tjenester proportionalt med bruttoværditilvæksten (BVT) i disse brancher. Derudover øges investeringerne i brancherne energi og tjenester særskilt, da de offentligt ejede/regulerede brugerfinansierede

selskaber i forsynings- og transportsektoren primært optræder i disse brancher i modellen. Denne del af investeringssløftet fordeles ligeligt mellem energi- og tjenesteb Branchen.

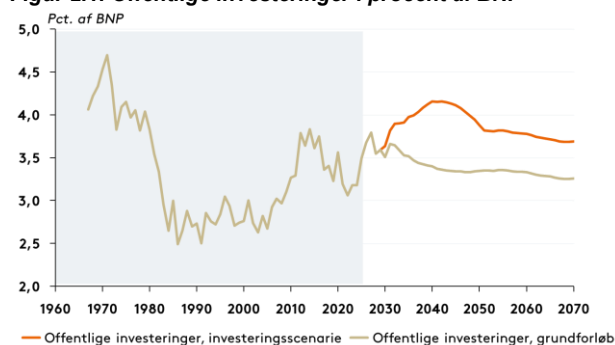
samfundsudfordringer. Offentlig intervention til at fremme investeringer kan også være relevant, hvor der er store offentlige goder på spil sammen med private goder, eksempelvis ved visse former for klimatilpasning, og hvor der er positive spill-over effekter af private investeringer, eksempelvis i forskning og udvikling og ved etablering af fælles infrastruktur.

Vores investeringsscenarie indeholder ikke tiltag til fremme af de private boliginvesteringer, da Danmark i forvejen har en internationalt set høj boligstandard.

Stigningen i de offentlige investeringer og statens udgifter til investeringstilskud og lånegarantier er i investeringsscenariet finansieret ved, at staten accepterer et lavere budgetoverskud eller optager lån. Stigningen i de offentlige investeringer og udgifterne til fremme af de private investeringer belaster hver især de offentlige finanser svarende til et fald i HBI-indikatoren på 0,3 pct. af BNP.

Stigningen i investeringerne i de offentligt ejede/regulerede selskaber svækker ikke de offentlige finanser, da de finansieres af brugerne.

**Figur 2.1. Offentlige investeringer i procent af BNP**



Kilde: DREAM (2026)

Samlet betyder investeringsscenariet, at HBI falder fra 1,4 pct. af BNP til 0,8 pct. af BNP, når investeringsløftet lånefinansieres. Dermed efterlades stadig en vis finanspolitisk "overholdbarhed" som stødpude. Det er til dels begrundet med, at der er stor usikkerhed om, hvor overholdbar finanspolitikken faktisk er, bl.a. som følge af usikkerhed om den fremtidige udvikling i den internationale økonomi. Det er også begrundet med, at der kan være politiske ønsker om andre fremtidige initiativer, som kan belaste de offentlige finanser.

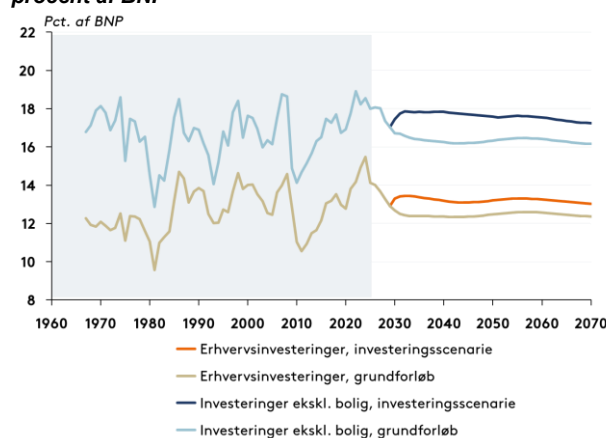
Investeringsscenariet indebærer en markant stigning i Danmarks offentlige bygge- og anlægsinvesteringer i perioden 2030 til 2050. Dermed kommer investeringerne op på samme niveau som i 1970'erne og betydeligt over niveauet set de seneste 40 år. Figur 2.1 viser, hvordan de offentlige investeringer har udviklet sig historisk, og hvordan de udvikler sig fremover i Finansministeriets grundforløb og i

investeringsscenariet. Investeringerne er opgjort som procentandel af BNP. I 1960'erne og 70'erne, hvor den danske velfærdsstat blev udbygget, lå de offentlige investeringer på et højt niveau på omkring 4 pct. af BNP eller mere. Derefter fulgte en lang periode med relativt lave offentlige investeringer indtil 2010'erne, hvor investeringerne atter steg uden dog at nå op på niveauet i 1970'erne. I grundforløbet falder de offentlige investeringers andel af BNP i forhold til niveauet i midten af 2020'erne, men stiger mærkbart i vores investeringsscenarie, hvor de i en periode når op på omtrent samme andel af BNP som i 1970'erne, indtil de efter 2050 stabiliserer sig på samme niveau som i første halvdel af 2010'erne, dvs. godt 3,5 pct. af BNP.

Erhvervsinvesteringerne stiger ligeledes i vores investeringsscenarie med ca. 1 pct. af BNP i forhold til grundforløbet, som følge af øgede offentlige subsidier til private investeringer og øgede investeringer i de offentlige selskaber.

Den samlede effekt af såvel øgede offentlige investeringer og øgede erhvervsinvesteringer er en varig stigning i Danmarks bruttoinvesteringer (ekskl. bolig) på 1-2 pct. af BNP fra 2030 og fremefter.

**Figur 2.2. Samlede investeringer og erhvervsinvesteringer i procent af BNP**



Kilde: DREAM (2026)

I figur 2.2 viser vi den historiske udvikling i de samlede investeringer og erhvervsinvesteringerne, og hvordan disse størrelser udvikler sig fremover i grundforløbet og i investeringsscenariet. De samlede investeringer inkluderer som nævnt både offentlige og private investeringer bortset fra private boliginvesteringer. Historisk har erhvervsinvesteringerne og dermed også de samlede investeringer udvist store konjunkturudsving. Konjunkturudsving kan have mange årsager, såsom energiprischok, politiske indgreb i den internationale handel, pandemier, uventede krak i den finansielle sektor, stemningsskift i husholdninger og virksomheder, osv. Sådanne pludselige "stød" til økonomien er umulige at

forudsige, hvilket er årsagen til, at investeringskurverne i figur 2.2 fremadrettet udvikler sig langt mere jævnt, end de har gjort historisk. De fremadrettede kurver skal ses som et bud på den underliggende tendens i investeringerne; den faktiske udvikling vil utvivlsomt blive mere ujævn.

Med dette in mente ser vi af figur 2.2, at både erhvervsinvesteringerne og de samlede investeringer (eksklusive boliginvesteringer) fremover ventes at ligge noget under de seneste års niveau i Finansministeriets grundforløb. I grundforløbet ligger erhvervsinvesteringerne på ca. 12,5 pct. af BNP, hvilket er i underkanten af det normale niveau på 12-14 pct. af BNP. I investeringsscenariet løftes erhvervsinvesteringerne til over 13 pct. af BNP, og de samlede investeringer løftes til mellem 17 og 18 pct. af BNP, hvilket er lidt højere end det langsigtede historiske gennemsnit siden midten af 1960'erne og klart højere end investeringsniveauet i grundforløbet.

Når de fremadrettede investeringer i de to forløb ikke er højere, skal det ses i lyset af, at produktionen over tid gradvis forskydes i retning af mere service, og at serviceproduktion i gennemsnit er mindre kapitalintensiv end produktionen i industrien og landbruget. Samtidigt har der været en tendens til fald i service-sektorens kapitalintensitet, bl.a. som følge af stigende internethandel og mindre kontorarealer pr. medarbejder. Disse udviklingstendenser afspejles i, at forholdet mellem størrelsen af det samlede kapitalapparat og den samlede produktion er støt faldende over tid i Finansministeriets økonomiske fremskrivning. I investeringsscenariet fastholder vi derimod forholdet mellem kapitalapparat og produktion på trods af tendensen til, at servicesektoren kommer til at fylde mere i økonomien.

## 2.4. Udviklingen i produktion, forbrug og udenrigshandel

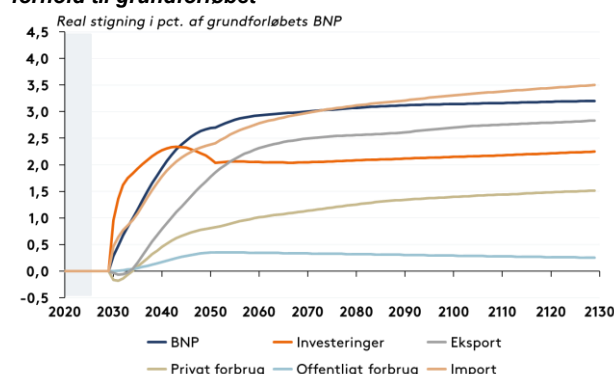
Investerings-scenariet medfører en stigning i den samlede produktion målt ved BNP i faste priser (dvs. renset for inflation). Som vist i figur 2.3 stiger produktionen gradvis, indtil BNP i 2050 er godt 2,5 pct. højere end i grundforløbet. På længere sigt stiger BNP med mere end 3 pct. Produktionsstigningen skyldes, at produktiviteten vokser, dels fordi den enkelte medarbejder i gennemsnit får et større kapitalapparat at arbejde med, og dels fordi de øgede offentlige investeringer i infrastruktur mm. øger både arbejdskraftens og kapitalens produktivitet i den private sektor.

Stigningen i produktionen giver grundlag for en stigning i husholdningernes disponible indkomst og dermed en stigning i det private forbrug. Det offentlige forbrug stiger også en smule, men det skyldes alene,

at det offentlige kapitalapparat vokser som følge af de højere offentlige investeringer. Med et større offentligt kapitalapparat stiger de offentlige udgifter til reparation og vedligeholdelse, hvilket statistisk regnes som en del af det offentlige forbrug. De øvrige offentlige forbrugsudgifter holdes uændrede i forhold til grundforløbet, men det større offentlige kapitalapparat må antages at øge kvaliteten af den offentlige service. Stigningen i det samlede private og offentlige forbrug er mindre end stigningen i BNP, da en del af den øgede produktion går til at opbygge et større kapitalapparat.

Eksporten falder en smule på kort sigt (i første del af 2030'erne), hvorefter den gradvis stiger. Det kortsigtede fald i eksporten skyldes, at lønomkostningerne og virksomhedernes udgifter til rekruttering af medarbejdere stiger som følge af stigende efterspørgsel efter arbejdskraft, hvorved konkurrenceevnen over for udlandet midlertidigt forringes. På længere sigt bliver denne effekt mere end opvejet af, at produktionskapaciteten og produktiviteten øges. Der er empirisk belæg for, at en større produktionskapacitet alt andet lige (dvs. ved uændret konkurrenceevne) giver grundlag for en større eksport. Denne kapacitetseffekt forklarer, hvorfor eksporten i figur 2.3 stiger på langt sigt. Importen ses dog at stige væsentligt mere end eksporten, hvilket betyder, at en større del af den indenlandske efterspørgsel efter varer og tjenester bliver tilfredsstillet af udenlandske virksomheder. Faldet i nettoeksporten (eksport minus import) er en naturlig og nødvendig tilpasning til det højere indenlandske investeringsniveau. Når investeringerne stiger og trækker et højere forbrug med sig, og eksporten samtidigt vokser, kan stigningen i den indenlandske produktionskapacitet ikke følge med stigningen i den samlede efterspørgsel, og importen må derfor nødvendigvis stige.

Figur 2.3. Stigning i produktion, forbrug og udenrigshandel i forhold til grundforløbet

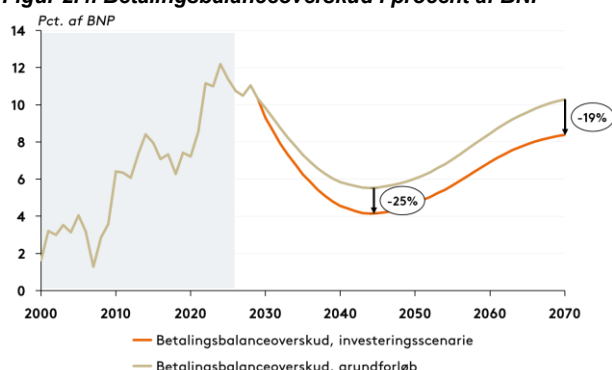


Kilde: DREAM (2026)

Faldet i nettoeksporten medfører en vis forringelse af Danmarks betalingsbalance over for udlandet, jf. figur 2.4. I investeringsscenariet vil overskuddet på betalingsbalancens løbende poster dog fremover

udgøre mindst 4 pct. af BNP, og Danmark vil derfor fortsat opbygge en stigende udlandsformue, blot i lavere tempo end i grundforløbet.

**Figur 2.4. Betalingsbalanceoverskud i procent af BNP**



Kilde: DREAM (2026)

## 2.5. Udviklingen i beskæftigelse og løn

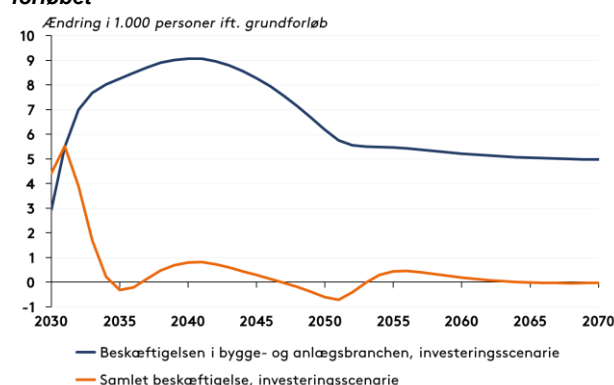
De øgede investeringer medfører et løft i beskæftigelsen inden for bygge- og anlægsbranchen frem mod 2040, men en samlet uændret beskæftigelse i Danmark på længere sigt, som følge af tilpasninger i arbejdsmarkedet. Figur 2.5 illustrerer således, hvordan investeringsscenariet påvirker beskæftigelsen i bygge- og anlægsbranchen og den samlede beskæftigelse i forhold til grundforløbet. Da en væsentlig del af investeringerne består af bygge- og anlægsprojekter, stiger branchens beskæftigelse i forhold til grundforløbet med ca. 9.000 personer frem mod 2040, hvor investeringerne toppe, hvorefter bygge- og anlægsbranchens beskæftigelse atter falder noget tilbage, men dog ender på et permanent højere niveau end i grundforløbet, da det større kapitalapparat permanent øger behovet for reparation og vedligeholdelse af bygninger og anlæg.

På kortere sigt medfører investeringsscenariet også en stigning i den samlede beskæftigelse, men stigningen er mindre end stigningen i bygge- og anlægsbranchens beskæftigelse, som til dels fremkommer ved, at denne branche tiltrækker arbejdskraft fra andre brancher. Fra midten af 2030'erne er den samlede beskæftigelse tilbage på sit oprindelige niveau, da lønnen i mellemtiden er steget, hvorved efterspørgslen efter arbejdskraft dæmpes. I de efterfølgende år er der kun ganske små udsving i den samlede beskæftigelse.

Det kan måske overraske, at beskæftigelsen ikke stiger mere på trods af det mærkbare løft i investeringerne. Det skyldes til dels, at investeringsstigningen indfases gradvis over 20 år for at undgå, at der opstår flaskehalse på arbejdsmarkedet.

Det skyldes dog også, at lønnen i MAKRO-modellen stiger forholdsvis hurtigt, når der annonceres en langsigtet plan for øgede investeringer, idet lønmodtagere og arbejdsgivere i deres lønforhandlinger indregner, at der fremover vil komme en øget efterspørgsel efter arbejdskraft. Hvis der ikke er en sådan annonceringseffekt af investeringsplanen, vil lønnen stige langsommere, og beskæftigelsen vil da vokse mere og over længere tid end vist i figur 2.5.

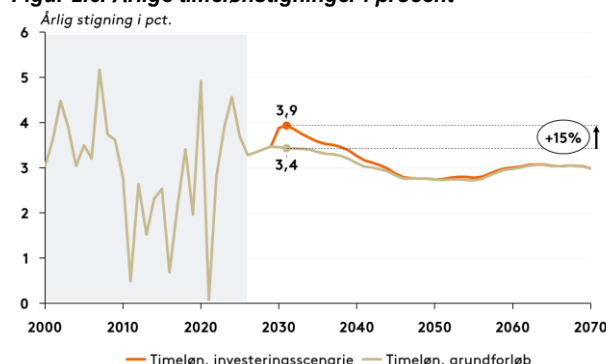
**Figur 2.5. Ændringerne i beskæftigelsen i forhold til grundforløbet**



Kilde: DREAM (2026)

Den kortsigtede stigning i beskæftigelsen forventes at øge lønstigningstakten i en kortere årrække. Figur 2.6 illustrerer, hvordan investeringsscenariet ifølge MAKRO påvirker den årlige procentvise stigning i de gennemsnitlige timelønninger. På kort sigt øges lønstigningstakten fra ca. 3,5 pct. til knap 4 pct. årligt, da et midlertidigt fald i arbejdsløsheden øger knapheden på arbejdskraft. Lønstigningerne falder dog ret hurtigt tilbage mod det oprindelige niveau i takt med, at de højere lønninger dæmper efterspørgslen efter arbejdskraft. Den forholdsvis jævne fremadrettede lønudvikling i figur 2.6 sammenlignet med den historiske udvikling afspejler, at MAKRO-modellen ikke kan forudsige de kortsigtede konjunkturudsving, der utvivlsomt vil forekomme, uanset om der tages udgangspunkt i grundforløbet eller et investerings-scenarie.

**Figur 2.6. Årlige timelønstigninger i procent**



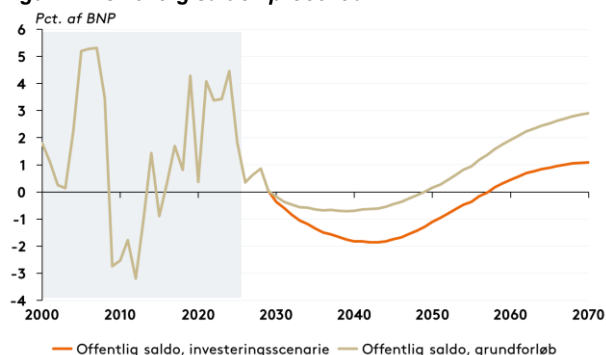
Kilde: DREAM (2026)

## 2.6. Virkninger på de offentlige finanser

Et vigtigt spørgsmål er, hvordan det delvist lånefinansierede investeringsscenarie vil påvirke de offentlige finanser. Vil staten have råd til det? Figur 2.7 viser udviklingen i saldoen på det samlede offentlige budget i pct. af BNP fra år 2000 frem til i dag og fra i dag frem til 2070 ifølge MAKRO-beregningerne. Historisk har der været store konjunkturbetingede udsving den offentlige saldo, da skatteindtægterne og udgifterne til dagpenge og andre indkomstoverførsler er stærkt konjunkturafhængige. De fremadrettede kurver i figur 2.7 tager ikke højde for fremtidige uforudsigelige konjunkturudsving, men viser den forventede underliggende udvikling i den offentlige saldo, der nogenlunde svarer til den såkaldte strukturelle saldo, dvs. den budgetsaldo, der vil være i en normal konjunktursituation.

I grundforløbet er der underskud på de offentlige finanser fra 2030 frem til slutningen af 2040'erne, hvorefter der er udsigt til et støt voksende budgetoverskud. Det er især i årene omkring 2040, der er pres på de offentlige finanser som følge af den demografiske udvikling med en faldende arbejdsstyrke i forhold til et stigende antal ældre, der skal delvis forsørges af det offentlige. Som følge af formen på den fremadrettede kurve for den offentlige saldo taler man om de demografiske "hængekøjeår" mellem 2030 og 2050. Finansministeriets grundforløb overholder i alle år budgetlovens krav om, at underskuddet på den strukturelle offentlige saldo ikke må overstige 1 pct. af BNP.

Figur 2.7. Offentlig saldo i procent af BNP



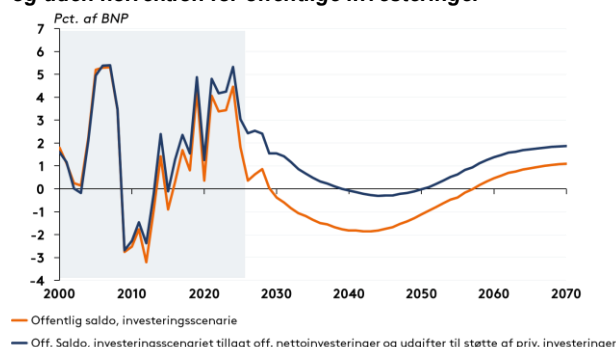
Kilde: DREAM (2026)

I investeringsscenariet kommer budgetunderskuddet derimod tæt på 2 pct. af BNP i de "hængekøjeår" omkring 2040, hvor det midlertidige demografiske pres på de offentlige finanser er størst. Med en fastholdelse af budgetlovens krav til den strukturelle offentlige saldo er det således ikke muligt at gennemføre en lånefinansieret stigning i investeringerne på trods af det store investeringsbehov, der tegner sig frem mod 2050, og på trods af at det viste

investeringsscenarie efterlader en langsigtet finanspolitisk "overholdbarhed" på 0,8 pct. af BNP målt ved den finanspolitiske holdbarhedsindikator.

For at sikre, at der fortsat føres en ansvarlig finanspolitik på kortere sigt, uden at det forhindrer nødvendige investeringer, kan man i "hængekøjeårene" erstatte budgetlovens saldokrav med finanspolitikken "Gyldne Regel" som siger, at underskuddet på den strukturelle offentlige saldo ikke må overstige de offentlige nettoinvesteringer. Den Gyldne Regel kræver, at de offentlige driftsudgifter inklusive renter af statsgælden og udgifter til reparation og vedligeholdelse af det offentlige kapitalapparat skal være fuldt finansieret af de løbende offentlige indtægter i en normal konjunktursituation. Hvis staten øger de offentlige investeringer, kan den under den Gyldne Regel finansiere det ved at optage ekstra lån. Derved stiger statens fremtidige renteudgifter, og skatterne til dækning heraf bliver under den Gyldne Regel betalt af de fremtidige skatteborgere, der samtidigt får gavn af de offentlige investeringer. Hvis hele investeringsudgiften i stedet skal betales med det samme af dagens skatteydere, vil mange af dem ikke leve længe nok til at få fuld glæde af investeringerne. Den Gyldne Regel giver derfor en anden fordeling af skattebyrden på tværs af generationer. Appendix 2 indeholder nærmere detaljer om den Gyldne Regel.

Figur 2.8. Den offentlige saldo i investeringsscenariet med og uden korrektion for offentlige investeringer



Kilde: DREAM (2026)

I figur 2.8 viser den orange kurve saldoen på det samlede offentlige budget i investeringsscenariet, mens den blå kurve viser saldoen på det offentlige driftsbudget, dvs. de samlede offentlige indtægter fratrukket de offentlige driftsudgifter. Driftsudgifterne indeholder udgifter til offentlig service og indkomstoverførsler, reparation og vedligeholdelse af det offentlige kapitalapparat og renter af den offentlige gæld, men inkluderer ikke de offentlige nettoinvesteringer og statens udgifter til fremme af de private erhvervsinvesteringer. De sidstnævnte støtteudgifter er her regnet som en form for offentlige investeringer, da de går til at medfinansiere et øget produktionsapparat, der vil komme skatteborgerne til gode

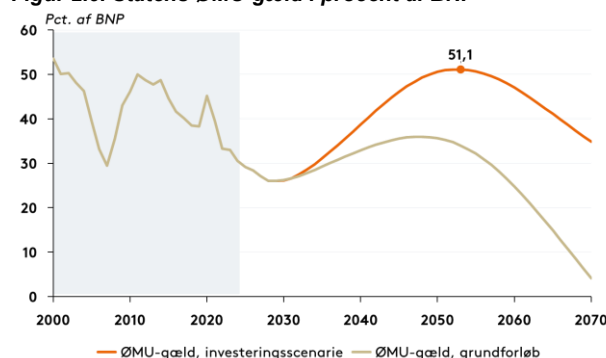
via højere fremtidige indkomster.<sup>7</sup> I de offentlige nettoinvesteringer har vi også indregnet de forventede fremtidige investeringer på forsvarsområdet i form af køb af militærudstyr mm.<sup>8</sup> Alle disse investeringsudgifter er inkluderet i den orange kurve for den samlede offentlige saldo, men ikke i den blå kurve for driftssaldoen. Ifølge den Gyldne Regel må der ikke være underskud på driftsbudgettet i en normal konjunktursituation. Hvis reglen skal overholdes strengt i hvert enkelt år, må den blå kurve i figur 2.8 altså ikke komme ned under den vandrette 0-akse i figuren. Vi ser, at saldoen på driftsbudgettet faktisk kommer lidt under 0-aksen i nogle "hængekjøjeår" i 2040'erne, hvor de offentlige finanser er mest belastet af den demografiske udvikling. Den maksimale overskridelse af den Gyldne Regel i det værste hængekjøjeår er dog kun på 0,3 pct. af BNP, og det ville ikke være vanskeligt at overholde reglen fuldt ud i alle årene ved enten at fremrykke eller udskyde nogle af de investeringer, der i vores beregninger er henlagt til midten af 2040'erne.

At der ifølge den Gyldne Regel ikke må være underskud på det offentlige driftsbudget svarer til, at underskuddet på det samlede offentlige budget ikke må overstige de offentlige nettoinvesteringer. Når den blå kurve for driftssaldoen ligger over nulaksen i figur 2.8, betyder det, at underskuddet på den samlede offentlige saldo er mindre end de offentlige nettoinvesteringer. Vi ser, at dette er tilfældet i langt det meste af perioden 2025-2070 i investeringsscenariet. I den historiske periode fra 2000 til 2025 ligger den blå kurve i figur 2.8 kun en smule højere end den røde, hvilket afspejler, at de offentlige nettoinvesteringer i denne periode var noget mindre end de fremtidige investeringer i vores investeringsscenarie.

Finansieringen af de offentlige investeringer i investeringsscenariet medfører, at statens gæld målt ved den såkaldte ØMU-gæld stiger som andel af BNP frem til omkring 2050, hvorefter den atter falder, jf. figur 2.9. Gældskvoten (gældens andel af BNP) toppe på et niveau omkring 50 pct., svarende til niveauet i 2010. Dette er et pænt stykke under den maksimale gældskvote på 60 pct., som EU's budgetregler tillader, men som i skrivende stund overskrides af 13 ud af EU's 27 medlemslande, herunder af alle de største lande. Bemærk at figur 2.9 med ØMU-gælden udtrykker statens bruttogæld, dvs. gælden uden modregning af værdien af de offentlige aktiver.

I investeringsscenariet er de offentlige nettoinvesteringer i langt de fleste år noget større end statens låntagning (svarende til at den blå kurve i figur 2.8 for det meste ligger noget over 0-aksen), og den offentlige nettoformue (aktiver minus gæld) er derfor stigende.

Figur 2.9. Statens ØMU-gæld i procent af BNP



Kilde: DREAM (2026)

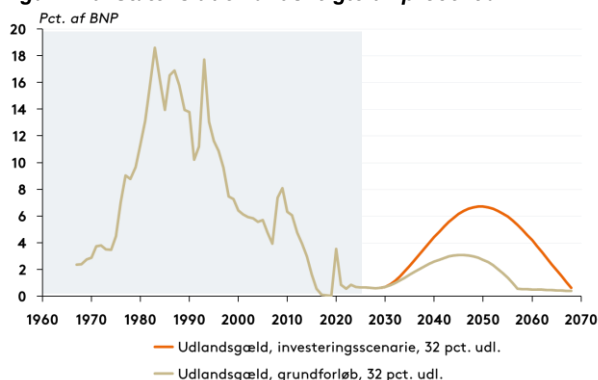
Den mærkbare stigning i ØMU-gælden i investeringsscenariet frem mod 2050 rejser spørgsmålet, om scenariet kan tænkes at øge statens udenlandske gæld i et omfang, der kan svække internationale investorers tillid til dansk økonomi. Historisk har der været en systematisk sammenhæng mellem statens udenlandske gæld og den samlede statsgæld: For hver gang, ØMU-gælden har ændret sig med 1 pct. af BNP, har udlandsgælden ændret sig med ca. 0,32 pct. af BNP. Hvis denne sammenhæng også gælder fremover, vil statens udenlandske gæld som andel af BNP udvikle sig som vist i figur 2.10. I grundforløbet vokser udlandsgælden svagt frem til midten af 2040'erne, hvorefter den bevæger sig nedad mod nul. I investeringsscenariet vokser statens udlandsgæld til knap 7 pct. af BNP omkring 2050, men falder derefter igen ned mod nul. Toppunktet for den statslige udlandsgæld på knap 7 pct. af BNP er langt under det niveau, som blev nået i de økonomiske kriser i starten af 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne.

<sup>7</sup> Truger (2016) argumenterer netop for, at offentlige udgifter til støtte af private investeringer bør inkluderes i definitionen af offentlige investeringer, da der kan være gode grunde til, at man lader en (delvist) offentligt finansieret investering udføre af private aktører med relevante kompetencer frem for, at det offentlige selv foretager investeringen.

<sup>8</sup> I Finansministeriets grundforløb er forsvarsinvesteringerne af beregnings-tekniske grunde indlagt som en stigning i det offentlige forbrug, da fordelingen af de fremtidige forsvarsudgifter på forbrug og investering endnu ikke kendes med sikkerhed. En væsentlig del af de kommende års stigning i

forsvarsudgifterne ventes dog at gå til investeringer. I dokumentationsnotatet af DREAM (2026) skønnes, at forsvarsinvesteringerne vil stige med 0,6 pct. af BNP i forhold til i dag. I figur 2.8 har vi benyttet dette skøn i forbindelse med korrektionen af den offentlige saldo for de samlede offentlige investeringer (dvs. ved beregningen af den blå kurve for driftssaldoen).

Figur 2.10. Statens udenlandske gæld i procent af BNP



Kilde: DREAM (2026)

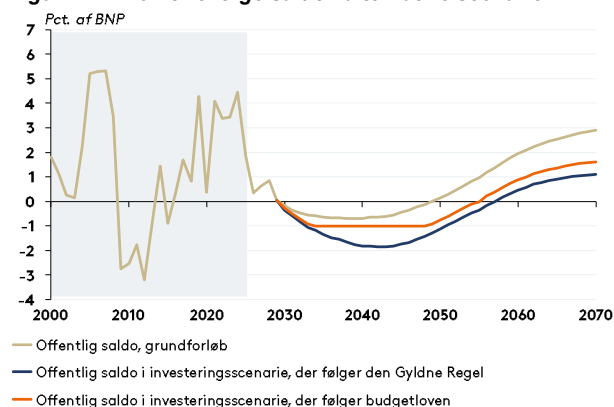
## 2.7. Effekten på investeringsmulighederne af at følge budgetloven: En illustration

Vort investeringsscenarie overholder som nævnt finanspolitikens Gyldne Regel. Hvis man i stedet fastholder, at den nuværende budgetlovs krav om et underskud på den strukturelle offentlige saldo på maksimalt 1 pct. af BNP skal overholdes i alle år i perioden 2030-2050, vil det væsentligt begrænse mulighederne for at løfte investeringerne i de demografiske "hængekøjeår" fra midten af 2030'erne til midten af 2040'erne.

For at belyse dette har vi undersøgt et alternativt investeringsscenarie, hvor tilskuddene til private erhvervsinvesteringer halveres i alle år, og hvor de offentlige investeringer følger samme forløb som i investeringsscenariet ovenfor i de år, hvor budgetlovens grænse for det offentlige strukturelle budgetunderskud ikke overskrides, men nedskaleres i årene 2034-2048, så budgetlovens krav lige akkurat overholdes i alle år. Nedjusteringen af de offentlige investeringer betyder, at det offentlige kapitalapparat kun stiger halvt så meget frem mod 2050 som i investeringsscenariet ovenfor. Både de offentlige investeringer og stimulansen til de private erhvervsinvesteringer er dermed halveret i scenariet, der overholder budgetloven, men vi fastholder den samme stigning i de brugerfinansierede investeringer i offentligt regulerede forsyningsselskaber som i scenariet med den Gyldne Regel, da investeringerne i forsyningssektoren ikke belaster de offentlige finanser.

Figur 2.11 viser udviklingen i den offentlige saldo i henholdsvis grundforløbet, i vort investeringsscenarie der følger den Gyldne Regel, og i det alternative investeringsscenarie, der overholder budgetloven.

Figur 2.11. Den offentlige saldo i alternative scenarier

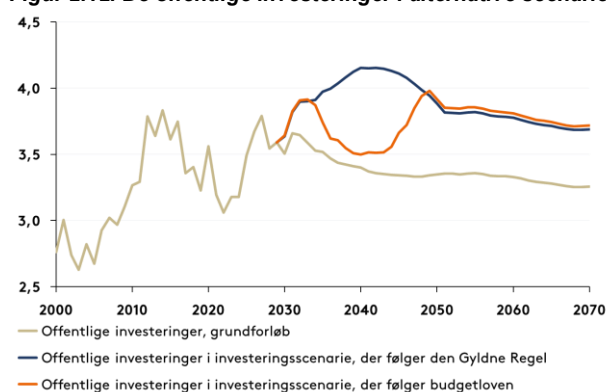


Kilde: DREAM (2026)

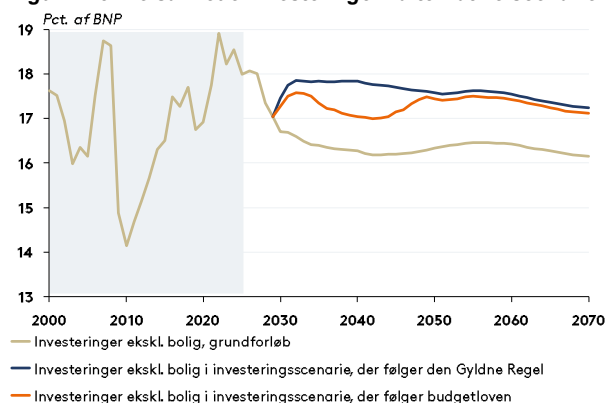
Af figur 2.12 nedenfor ser vi, at den mulige stigning i de offentlige investeringer i forhold til grundforløbet bliver langt mindre i perioden fra første halvdel af 2030'erne til slutningen af 2040'erne, hvis budgetloven skal overholdes. Arealet mellem den blå og den orange kurve i figuren indikerer, hvor meget mere det offentlige kapitalapparat vil kunne øges, hvis man følger den Gyldne Regel frem for budgetloven.

Figur 2.13 viser tillige, at den mulige stigning i de samlede indenlandske investeringer (eksklusive boliginvesteringer) bliver næsten halveret i årene omkring 2040, hvis man skal følge budgetloven frem for den Gyldne Regel.

Figur 2.12. De offentlige investeringer i alternative scenarier



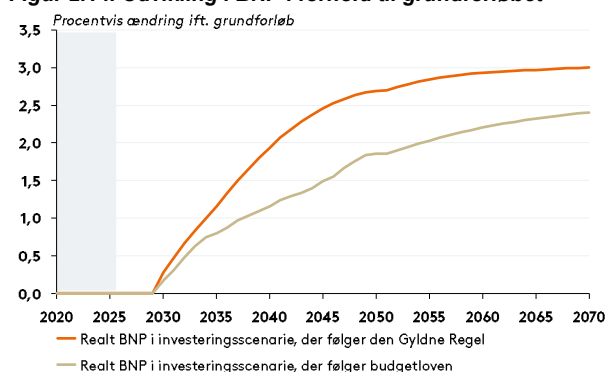
Kilde: DREAM (2026)

**Figur 2.13. De samlede investeringer i alternative scenarier**

Kilde: DREAM (2026)

De lavere investeringer i budgetlov-scenariet betyder som vist i figur 2.14, at Danmarks BNP stiger noget mindre i dette scenarie end i vort investeringsscenarie, der følger den Gyldne Regel. Prisen for at følge budgetloven bliver således en lavere stigning i den samlede velstand. Til gengæld betyder de lavere budgetunderskud i budgetlov-scenariet, at der i dette scenarie efterlades en lidt større langsigtet finanspolitisk "overholdbarhed" på 0,95 pct. af BNP, mens den finanspolitiske overholdbarhed i scenariet med den Gyldne Regel er 0,8 pct. af BNP.

I det følgende vil vi igen fokusere på investeringsscenariet, der følger finanspolitikens Gyldne Regel (herefter blot omtalt som "investeringsscenariet"), og diskutere, om dette scenarie kan opfattes som holdbart ud fra en samlet makroøkonomisk betragtning.

**Figur 2.14. Udvikling i BNP i forhold til grundforløbet**

Kilde: DREAM (2026)

## 2.8. Er investeringsscenariet holdbart?

Tabel 1 viser de gennemsnitlige størrelser af de vigtigste makroøkonomiske nøgletal i perioderne 2030-2050 og 2050-2070 i Finansministeriets grundforløb og i investeringsscenariet.

I perioden 2030-2050 stiger investeringerne i gennemsnit med 1,4 pct. af BNP i investeringsscenariet svarende til gennemsnitligt 64 mia. kr. om året, med et toppunkt for investeringsløftet på 76,5 mia. kr. i 2045. I den efterfølgende 20-årsperiode 2050-2070 er den gennemsnitlige årlige stigning i investeringerne på over 80 mia. kr., hvilket afspejler den generelle vækst i økonomien, da investeringernes andel af BNP falder en smule i denne periode sammenlignet med 2030-2050. De offentlige investeringer får også et løft i investeringsscenariet på gennemsnitligt 0,6 pct. af BNP i perioden 2030-2050 og på gennemsnitligt 0,5 pct. af BNP i de efterfølgende 20 år.

De højere investeringer betyder, at BNP i gennemsnit ligger 3 procent højere end i grundscenariet i den første 20-årsperiode og gennemsnitligt 3,8 procent højere i den anden 20-årsperiode. Det private forbrug og eksporten vokser også i investeringsscenariet, men mindre end BNP, og det offentlige forbrug stiger kun beskedent som følge af større udgifter til reparation og vedligeholdelse af det offentlige kapitalapparat. At forbruget og eksporten stiger mindre end den samlede produktion i perioden 2030-2050 afspejler, at en større del af produktionsresultatet går til investeringer.

**Tabel 1. Makroøkonomien i grundforløbet og i investeringsscenariet**

|                                      | Grundforløb    |                | Investeringsscenarie |                |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------------|----------------|
|                                      | Gnm. 2030-2050 | Gnm. 2050-2070 | Gnm. 2030-2050       | Gnm. 2050-2070 |
| <b>Pct. af BNP</b>                   |                |                |                      |                |
| Samlede investeringer (ekskl. bolig) | 16,3           | 16,3           | 17,7                 | 17,5           |
| Offentlige investeringer             | 3,4            | 3,3            | 4,0                  | 3,8            |
| Betalingsbalance                     | 6,7            | 8,3            | 5,5                  | 6,8            |
| Offentlig saldo                      | -0,5           | 1,7            | -1,4                 | 0,3            |
| ØMU-gæld                             | 32,2           | 23,0           | 38,5                 | 45,4           |
| <b>Indeks</b>                        |                |                |                      |                |
| Realt BNP                            | 100            | 131            | 103                  | 136            |
| Privat forbrug                       | 100            | 133            | 101                  | 135            |
| Offentligt forbrug                   | 100            | 116            | 101                  | 118            |
| Eksport                              | 100            | 142            | 101                  | 146            |
| <b>Procent per år</b>                |                |                |                      |                |
| Timelønssstigning                    | 3,1            | 2,9            | 3,3                  | 2,9            |
| Inflation                            | 1,7            | 1,8            | 1,8                  | 1,8            |

Kilde: DREAM (2026)

Der er solidt overskud på betalingsbalancen i begge scenarier, om end overskuddet er mindre i investeringsscenariet, hvor en større del af den indenlandske opsparing investeres i indlandet. De offentlige finanser udviser et begrænset gennemsnitligt underskud i perioden 2030-2050, hvor det stiger fra gennemsnitligt 0,5 pct. af BNP i grundforløbet til 1,4 pct. af BNP i investeringsscenariet. I perioden 2050-2070 er forringelsen af den offentlige saldo i investeringsscenariet større, fordi forringelsen af saldoen i

den foregående periode påfører staten større renteudgifter i den efterfølgende periode. Der er dog stadig et lille overskud på det offentlige budget i perioden 2050-2070. Svækkelsen af den offentlige saldo betyder, at statsgældens (ØMU-gældens) andel af BNP stiger i investeringsscenariet. Stigningen er størst i den anden 20-årsperiode, hvor renteudgifternes bidrag til saldoforringelsen slår hårdere igennem. Den gennemsnitlige gældskvote forbliver dog langt under den overgrænse på 60 pct. af BNP, som EU's budgetregler opererer med. Lønstigningstakten og inflationen målt ved forbrugerprisstigningerne øges en smule i den første periode i investeringsscenariet, men er i anden periode tilbage på niveauet i grundforløbet.

Ved en vurdering af holdbarheden af et samfundsøkonomisk forløb må man dog ikke blot se på de gennemsnitlige nøgletal over en længere periode, men også på hvor store udsving de viser, da store udsving er et tegn på økonomisk ustabilitet, der kan svække investorernes tillid. I Tabel 2 viser vi derfor de maksimale ændringer i de økonomiske nøgletal, som investeringsscenariet medfører i perioden 2030-2050, hvor den gennemsnitlige stigning i investeringskvoten er størst.

De største stigninger i de samlede investeringer og i de offentlige investeringer indtræffer i henholdsvis 2041 og 2043. Ved sammenligning med Tabel 1 ses, at de maksimale investeringsstigninger ikke er meget større end de gennemsnitlige stigninger og derfor ikke burde give anledning til ustabilitet. Det er især i bygge- og anlægsbranchen, at de højere investeringer vil øge behovet for arbejdskraft og potentielt kan skabe flaskehalse. I år 2040, hvor branchens aktivitet toppe i investeringsscenariet, er beskæftigelsen dog kun steget med ca. 9.000 personer i forhold til grundforløbet, hvilket er begrænset i forhold til branchens samlede beskæftigelse. Den maksimale forøgelse af lønstigningstakten (der indtræffer tidligt i perioden som afspejling af forventninger om øget fremtidig efterspørgsel efter arbejdskraft), er da også kun på 0,5 procentpoint, hvilket ikke tyder på problemer med flaskehalse på arbejdsmarkedet.

Betalingsbalancen viser stadig et pænt overskud på 4,2 pct. af BNP selv i år 2046, hvor forringelsen er størst, og underskuddet på det offentlige budget toppe på 1,5 pct. af BNP i 2047, hvorefter det gradvis falder og vendes til et overskud. ØMU-gælden toppe lige efter 2050 på 51 pct. af BNP, dvs. pænt under EU's 60-procent grænse, og gælden falder støt efter 2052.

**Tabel 2. Maksimale ændringer i økonomiske nøgletal i forhold til grundforløbet i perioden 2030-2050**

|                                      | Maksimal ændring i forhold til grundforløb | Niveau i år for maksimal ændring | År for maksimal ændring |
|--------------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| <i>Procent af BNP</i>                |                                            |                                  |                         |
| Samlede investeringer (ekskl. bolig) | +1,6                                       | 17,8                             | 2041                    |
| Offentlige investeringer             | +0,8                                       | 4,1                              | 2043                    |
| Betalingsbalance                     | -1,4                                       | 4,2                              | 2046                    |
| Offentlig saldo                      | -1,3                                       | -1,5                             | 2047                    |
| ØMU-gæld                             | +14,9                                      | 50,5                             | 2050*                   |
| <i>Antal personer</i>                |                                            |                                  |                         |
| Beskæftigelse (byggeriet)            | +9.000                                     | 191.000                          | 2040                    |
| <i>Procentpoint</i>                  |                                            |                                  |                         |
| Timelønuvikling (byggeriet)          | +0,5                                       | 3,9                              | 2031                    |
| Inflation                            | +1,2                                       | 2,9                              | 2030                    |

Kilde: DREAM (2026)

Note: \*ØMU-gælden toppe på et niveau på 51,5 procent af BNP i 2052, hvorefter gældsandelen er støt faldende.

Det maksimale offentlige budgetunderskud på 1,5 pct. af BNP i 2047 overskrider budgetlovens underskudsgrænse på 1 pct. af BNP, men som vist i figur 2.8 modsvares underskuddet næsten fuldt ud af de offentlige nettoinvesteringer, så finanspolitikken Gyldne Regel er stort set overholdt og vil kunne overholdes eksakt i hvert år ved en begrænset forskydning af nogle af investeringerne. Budgetunderskuddet er systematisk aftagende efter 2043 og vendes til et overskud i anden halvdel af 2050'erne. Som tidligere nævnt falder den langsigtede finanspolitiske holdbarhedsindikator fra 1,4 pct. af BNP i grundforløbet til 0,8 pct. af BNP i investeringsscenariet, men er altså fortsat klart positiv.

En holdbarhedsvurdering må også omfatte en vurdering af, om investeringsscenariet vil blive opfattet som ansvarligt af Danmarks partnere i EU. Budgetloven er Danmarks udmøntning af budgetreglerne i EU. I de senere år har EU's budgetregler været under opblødning, bl.a. i lyset af behovet for større investeringer på forsvarsområdet og andre områder. Det forekommer sandsynligt, at EU-Kommissionen og Danmarks EU-partnere vil kunne acceptere et dansk investeringsscenarie, der kun midlertidigt i de "væreste" hængekøjeår overskrider budgetlovens grænse for underskuddet på den strukturelle offentlige saldo, og som overholder den Gyldne Regel og sikrer den langsigtede finanspolitiske holdbarhed.

Alt i alt må det samfundsøkonomiske forløb i investeringsscenariet derfor vurderes at være holdbart under Finansministeriets forudsætninger om de fremtidige udenrigsøkonomiske vilkår for dansk økonomi, som vi her har lagt til grund. Men der er stor usikkerhed om den fremtidige udvikling i den internationale økonomi, og der vil uundgåeligt komme uforudsete stød til økonomien både fra udlandet og formentlig også fra indlandet.

Nogle af disse stød kan være positive, f.eks. hvis udviklingen inden for kunstig intelligens medfører uventet store produktivetsfremskridt, men andre kan være negative. Derfor er det vigtigt at trykteste dansk

økonomis robusthed over for store negative stød, hvilket vi gør i det næste afsnit.

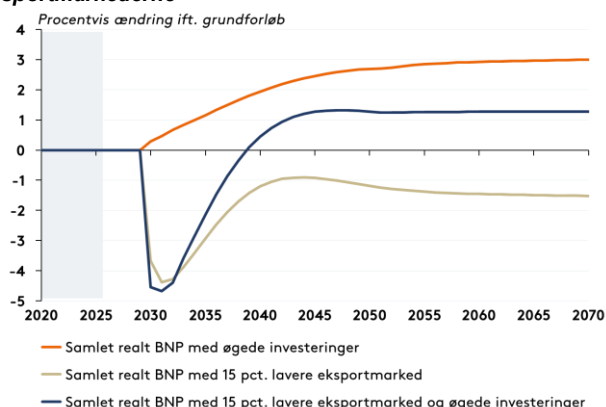
### 3. Risikoscenarier

Som en lille åben økonomi med en stor udenrigshandel er den økonomiske udvikling i Danmark stærkt afhængig af udviklingen i udlandet, og som tidligere nævnt er usikkerheden om den fremtidige internationale udvikling usædvanligt stor bl.a. pga. ændringerne i de geopolitiske forhold og de internationale handelsvilkår. I risikoscenarierne for dansk økonomi fokuserer vi derfor på de mulige konsekvenser af en ugunstig udvikling i de udenrigsøkonomiske vilkår i forhold til Finansministeriets grundforløb og dermed også i investeringsscenariet.

#### 3.1. Langvarig nedgang på eksportmarkederne

Vi betragter først et risikoscenarie, hvor efterspørgslen på Danmarks eksportmarkeder fra 2030 og frem er 15 procent lavere end i grundforløbet, svarende til faldet under den internationale finanskrisen i 2008-09. I modsætning til dengang, hvor efterspørgslen gradvis rettede sig op igen, forudsætter vi her, at faldet i eksportefterspørgslen er permanent, f.eks. som følge af et permanent tilbageslag for den internationale handel eller vedvarende geopolitisk uro. Figur 3.1 viser, hvordan BNP udvikler sig i forhold til grundforløbet, dels i et investeringsscenarie uden fald i eksportefterspørgslen (den orange kurve), og dels i scenarierne med permanent nedgang på eksportmarkederne henholdsvis uden løftet i investeringerne (den brune kurve) og med det løft i investeringerne, der er indbygget i investeringsscenariet (den blå kurve).

**Figur 3.1. BNP med og uden lavere efterspørgsel fra eksportmarkederne**



Kilde: DREAM (2026)

Vi ser, at BNP falder kraftigt med ca. 4,5 pct. på kort sigt, bl.a. fordi krisen medfører et stort fald i erhvervsinvesteringerne. Det kortsigtede fald i BNP er en anelse større i investeringsscenariet, fordi det samlede tilskud til virksomhedernes investeringer på

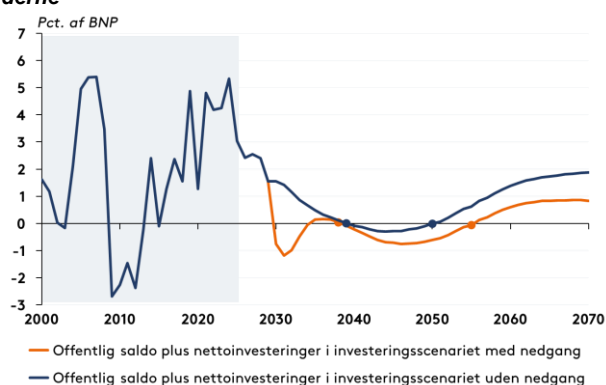
kort sigt bliver lidt mindre end den stigning i brugerbetalingen i forsyningssektoren, der er indlagt i investeringsscenariet. I investeringsscenariet overstiger BNP dog meget hurtigt det niveau, der ville gælde, hvis man ikke igangsatte de øgede investeringer. På længere sigt giver investeringsscenariet fortsat et højere BNP end BNP-niveauet i grundforløbet. I fravær af de højere investeringer falder BNP derimod permanent i forhold til grundforløbet. Ifølge MAKRO-modellen falder den samlede indenlandske beskæftigelse med ca. 110.000 personer på kort sigt som følge af den internationale krise. Den lavere efterspørgsel efter arbejdskraft får lønnen til at falde i forhold til grundforløbet, hvorved beskæftigelsen ifølge modellen gradvis vender tilbage til sit normale niveau i anden halvdel af 2030'erne. Genopretningen af beskæftigelsen sker lidt hurtigere i investeringsscenariet end uden løftet i investeringerne.

Disse resultater viser, at investeringsscenariet kan hjælpe til at holde den danske økonomiske aktivitet oppe i tilfælde af en alvorlig og længerevarende international krise. Prisen herfor er dog en mærkbar forringelse af de offentlige finanser. I en længere periode fra starten af 2030'erne til anden halvdel af 2040'erne bliver budgetunderskuddet lidt over 2 pct. af BNP i krisescenariet med øgede investeringer, og underskuddet forsvinder først helt omkring midten af 2060'erne. Det større budgetunderskud i krisescenariet med øgede investeringer medfører, at statens ØMU-gæld kommer op over 60 pct. af BNP i 2050'erne, men fra starten af 2060'erne falder ØMU-gælden igen støt ned under dette niveau og ender på godt 54 pct. af BNP i 2070 med fortsat faldende tendens. Hvis den historiske sammenhæng mellem statens samlede gæld (ØMU-gælden) og udlandsgælden også holder fremover, vil statens udlandsgæld i krisescenariet med øgede investeringer toppe ved knap 20 pct. af BNP, hvilket er en anelse højere end det historiske maksimum i begyndelsen af 1980'erne, jf. figur 2.10. Dengang var der dog stort underskud på betalingsbalancen og statsfinanserne og dermed udsigt til fortsat massiv gældsstiftelse, hvorimod betalingsbalancen i krisescenariet med øgede investeringer stadig vil være positiv, og det offentlige budgetunderskud vil toppe på et langt lavere niveau end i starten af 1980'erne.

Svækkelsen af de offentlige finanser betyder, at den finanspolitiske holdbarhedsindikator falder fra 1,4 af BNP i grundforløbet til 0,4 pct. af BNP i krisescenariet med øgede investeringer. Finanspolitikken er altså fortsat langtidsholdbar. Omtrent halvdelen af forringelsen af holdbarheden skyldes selve nedgangen på de udenlandske eksportmarkeder, mens den anden halvdel af forringelsen stammer fra øgede

lånefinansierede offentlige investeringer, der til gengæld hjælper væsentligt til at holde hånden under den økonomiske aktivitet. Finanspolitikens Gyldne Regel vil dog ikke kunne overholdes i perioden fra starten af 2040'erne til starten af 2050'erne, hvilket fremgår af, at den blå kurve i figur 3.2 ligger under figurens nul-akse i denne periode. Underskuddet på den offentlige saldo korrigeret for nettoinvesteringer er dog noget mindre end 1 pct. af BNP i hele dette interval, og underskuddet vendes til et overskud fra midten af 2050'erne og frem.

**Figur 3.2. Offentlig saldo plus nettoinvesteringer i investeringsscenariet med og uden nedgang på eksportmarkederne**



Kilde: DREAM (2026)

### 3.2. Svækkelse af danske virksomheders konkurrencestilling

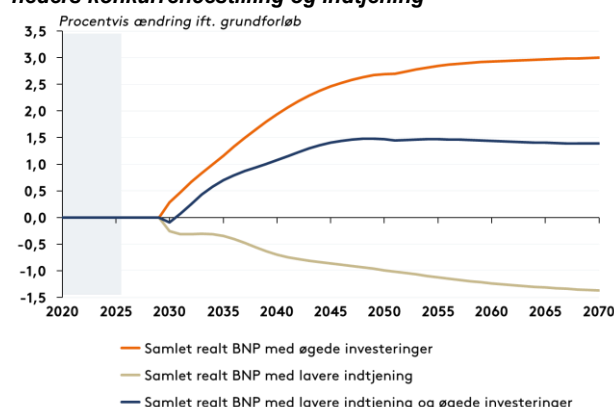
I de senere år har nogle få store danske virksomheder væsentligt øget deres såkaldte Merchanting & Processing (M&P) aktiviteter i udlandet, jf. De Økonomiske Råd (2024) og Dansk Industri (2025). M&P dækker over, at varer produceres i udlandet under dansk ejerskab af patenter, rettigheder eller råvarer/halvfabrikata. Det er særligt inden for medicinalindustrien, M&P aktiviteterne er steget. M&P-produktion indgår som dansk produktion i nationalregnskabet og øger dermed vores BNP og eksport, mens danske M&P-virksomheders køb af varer og arbejdskraft i udlandet regnes som dansk import. Danske M&P virksomheder har indtil videre kunnet fastholde en relativt høj mark-up (forskellen mellem prisen på deres produkter og den marginale produktionsomkostning) i kraft af intellektuelle rettigheder, der har givet dem en stærk markedsposition baseret på mange års forskning og udvikling.

Det er dog ikke givet, at den høje mark-up kan fastholdes fremover, hvis konkurrenterne på verdensmarkedet udvikler nye produkter baseret på ny know-how. Den finske virksomhed Nokia, der for en del år siden var førende på det internationale marked for mobiltelefoner, er et eksempel på en virksomhed, der på kort tid mistede sin førerstilling som

følge af fremkomsten af touch-screen, som Nokia ikke troede på og ikke ville introducere. Også andre danske eksportvirksomheder end dem, der har M&P-aktiviteter, kan naturligvis blive udsat for skærpet international konkurrence, som de ikke har det rigtige modtræk mod.

Vi har derfor undersøgt et risikoscenarie, hvor danske eksportvirksomheder presses til at sænke deres mark-up over en 10-årig periode som følge af en skærpet konkurrence på verdensmarkedet. Den skærpede konkurrence kommer til udtryk ved, at danske eksportvirksomheders konkurrenter permanent sænker deres priser med 9 procent. Størrelsen af disse stød til økonomien er fastlagt sådan, at de flugter med et lignende risikoscenarie opstillet af Finansministeriet (2025a). De lavere priser hos danske eksportørers konkurrenter medfører et fald i de danske eksportmængder, og faldet i mark-up'erne indebærer et mærkbart fald i danske aktieselskabers indtjening og dermed i kursen på deres aktier. Konsekvenserne for Danmarks BNP er vist i figur 3.3.

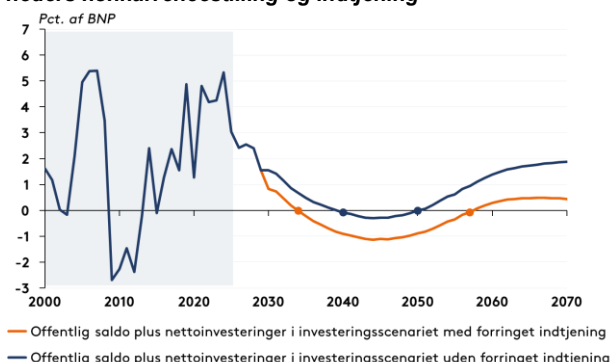
**Figur 3.3. BNP med og uden forringelse af danske virksomheders konkurrencestilling og indtjening**



Kilde: DREAM (2026)

Den orange kurve i figuren viser udviklingen i BNP i investeringsscenariet i forhold til grundforløbet, når virksomhedernes konkurrencestilling og indtjening ikke forværres. Den brune kurve viser BNP-udviklingen, hvis konkurrencestillingen og indtjeningen forringes som beskrevet, og man **ikke** øger investeringerne. Vi ser, at BNP i så fald vil falde over tid i forhold til grundforløbet. Endelig viser den blå kurve, at det er muligt at fastholde en vis stigning i BNP selv i tilfælde af en forværret konkurrencestilling og indtjening, hvis man foretager de øgede investeringer, der er indbygget i investeringsscenariet. Øgede investeringer i Danmark kan dermed understøtte en robusthed og vækst, der til en vis grad kompenserer for udefrakommende forværringer.

**Figur 3.4. Offentlig saldo plus nettoinvesteringer i investeringsscenariet med og uden forringelse af danske virksomheders konkurrencestilling og indtjening**



Kilde: DREAM (2026)

Den lavere indtjening i virksomhederne som følge af de forringede eksportvilkår vil dog svække de offentlige finanser som følge af lavere statsindtægter fra selskabsskatten, aktieindkomsts-katten og skatten af pensionsafkast, idet danske pensionskasser har investeret betydelige beløb i danske aktieselskaber. Dermed bliver det ikke muligt at overholde den Gyldne Regel i investeringsscenariet i en længere periode fra midten af 2030'erne til midten af 2050'erne, hvilket illustreres af den orange kurve i figur 3.4.

I investeringsscenariet betyder den svagere konkurrencestilling og lavere indtjening i eksportvirksomhederne, at den finanspolitiske holdbarhedsindikator falder fra 0,8 pct. af BNP til 0,1 pct. af BNP. Finanspolitikken er altså fortsat holdbar på helt langt sigt, og ifølge MAKRO-modellen fastholdes også et pænt (om end mindre) overskud på betalingsbalancen, men som vist i figur 3.4 skal dansk økonomi i risikoscenariet igennem en ubehageligt lang periode med offentlige budgetunderskud, selv når de offentlige investeringer modregnes i underskuddet.

### 3.3. Nogle andre risikofaktorer

Der kan naturligvis også komme stød til dansk økonomi fra andre kilder. Finansministeriet (2025a) har ved brug af MAKRO-modellen beregnet, hvad en række forskellige risikoscenarier vil betyde for den langsigtede finanspolitiske holdbarhed målt ved HBI. Hvis den gennemsnitlige arbejdstid f.eks. fortsætter med at falde frem til 2040 i samme takt, som den er faldet med fra 2000 til 2024, vil HBI falde med 1 pct

af BNP, og hvis det reale offentlige forbrug stiger med 1 mia. kr. mere om året end forudsat i ministeriets grundforløb (svarende til en årlig mervækst på 0,15 pct.), vil HBI falde med hele 2,6 pct. af BNP. I sidstnævnte tilfælde bliver finanspolitikken uholdbar, da Finansministeriet som nævnt vurderer, at HBI aktuelt (i efteråret 2025) er 1,4 pct. af BNP.

I den offentlige debat antages undertiden, at eventuelle problemer med den finanspolitiske holdbarhed kan løses via øget import af arbejdskraft, der øger arbejdsstyrken og skattegrundlaget. Finansministeriets beregninger viser imidlertid, at effekten af større nettoindvandring på HBI vil være nul (dvs. at holdbarheden vil være uændret), hvis indvandrernes sammensætning på oprindelseslande er den samme, som den har været historisk, da indvandrerne og deres familier ikke kun bidrager med skattebetalinger, men også trækker på de offentlige ydelser. Hvis beskæftigelsesfrekvensen for herboende indvandrere derimod fortsætter med at stige frem til 2030 i samme takt, som den er steget fra 2015 til 2024, vil det styrke HBI med 0,3 pct. af BNP.

### 3.4. Sammenfatning: Hvor robust er dansk økonomi over for negative stød?

Eksemplerne ovenfor illustrerer den store usikkerhed omkring fremskrivninger af den økonomiske udvikling. De viser dog også, at uforudsete negative stød til dansk økonomi skal være ganske store, før finanspolitikken bliver uholdbar på helt langt sigt, målt ved HBI. De investorer, der skal finansiere den offentlige låntagning, kan dog nemt blive nervøse, hvis der er udsigt til betydelige offentlige budgetunderskud på kortere og mellemlangt sigt, uanset om HBI er positiv. Hvis dansk økonomi bliver ramt af store udefra kommende stød af den art, vi har illustreret i figur 3.1-3.4, vil de offentlige finanser komme under pres, og finanspolitikken Gyldne Regel vil næppe kunne opfyldes i tilfredsstillende grad. Det vil da være op til politikerne at beslutte, om den nødvendige tilpasning af de offentlige budgetter skal tage form af lavere offentlige investeringer, lavere offentligt forbrug eller højere skatter eller en kombination heraf.

## 4. Konklusioner

I de kommende år skal vi i Danmark fuldføre den grønne omstilling, styrke vores forsvar, klimasikre og opgradere vores infrastruktur, omlægge vores arealanvendelse til gavn for natur og miljø og udnytte nye og potentielt revolutionerende teknologier som kunstig intelligens. Det vil efter al sandsynlighed kræve, at vi anvender en større del af vores høje opsparing til at finansiere investeringer i Danmark frem for som nu at investere en meget stor del af opsparingen i udlandet.

På den baggrund har vi beskrevet et scenarie for øgede investeringer i Danmark, hvor både de offentlige og de private investeringer gradvis løftes, indtil de i 2040'erne er steget med op mod 75 mia. kr. årligt i forhold til niveauet i Finansministeriets fremskrivning af dansk økonomi fra august 2025. I gennemsnit over perioden 2030-2050 stiger de årlige investeringer i vores scenarie med ca. 9 pct. svarende til knap 1,5 pct. af BNP, hvorved investeringerne i Danmark kommer op over de senere års investeringsniveau i Europa og USA.

Et investeringsløft af denne størrelse kan gennemføres uden at hæve skatterne eller sænke de offentlige udgifter, da de danske offentlige finanser i udgangspunktet er "overholdbare" i den forstand, at de forventede fremtidige offentlige indtægter er mere end tilstrækkelige til at dække de forventede fremtidige offentlige udgifter til videreførelse af de gældende velfærdsordninger.

Det beskrevne investeringsscenarie vil dog ikke kunne gennemføres, uden at staten i en årrække fra starten af 2030'erne til slutningen af 2040'erne kommer til at overskride budgetlovens grænse for underskuddet på den strukturelle offentlige saldo (saldoen i en normal konjunktursituation). Det er netop i denne periode – de såkaldte "hængekjøjeår" – at den demografiske udvikling med et stigende antal ældre i forhold til arbejdsstyrken vil give det største pres på de offentlige finanser. Derefter bliver den demografiske udvikling mere gunstig, hvorved underskuddet på de offentlige budgetter gradvis vendes til et overskud. Skal budgetlovens grænse overholdes i hele forløbet er der kun plads til at løfte investeringerne med det halve, dvs.  $\frac{3}{4}$  pct. af BNP.

På den baggrund er det en mulighed, at man i "hængekjøjeperioden" sætter sig ud over budgetlovens snævre grænse for budgetunderskuddet, men i stedet sikrer den finanspolitiske disciplin via den "Gyldne Regel", som kræver, at det offentlige budgetunderskud i en normal konjunktursituation ikke må overstige de offentlige nettoinvesteringer.

Med denne regel vil den offentlige gældsstiftelse til dækning af budgetunderskuddet blive modsvaret af et højere fremtidigt produktionsapparat og skattegrundlag, så man ikke vælter byrder over på fremtidige generationer. Analysen viser således, at det danske BNP i gennemsnit i perioden 2030-2050 vil ligge 3 pct. højere i investeringsscenariet end i grundforløbet, da de højere investeringer øger kapitalapparatet og produktiviteten.

Analysen viser også, at det beskrevne investerings-scenarie i stort set alle år vil kunne overholde den Gyldne Regel, og at finanspolitikken stadig vil være "overholdbar" på langt sigt, om end i mindre grad end i dag, under de forudsætninger om de fremtidige vilkår for dansk økonomi, som Finansministeriet har lagt til grund. Betalingsbalancen vil stadig udvise et solidt overskud, så Danmark vil fortsat undgå at stifte gæld i udlandet, og statsgældens andel af BNP vil ikke på noget tidspunkt overskride den grænse, der er opstillet af EU, men som mange EU-lande i dag overskrider. På den baggrund vurderer vi, at scenariet med et mærkbart løft i investeringerne er holdbart i et samlet samfundsøkonomisk perspektiv under de opstillede forudsætninger.

Modsat mange andre EU-lande har Danmark dermed gode muligheder for selv at finansiere investeringer, der kan styrke samfundet fremover.

Verden af i dag er imidlertid meget usikker, og dansk økonomi kan meget vel blive ramt af uforudsete stød, der kan true holdbarheden. Derfor har vi undersøgt, hvor robust økonomien er over for negative stød i forskellige risikoscenarier. Vores investerings-scenarie efterlader en vis finanspolitisk overholdbarhed, dels som stødpude mod uventede negative stød til økonomien, men også i erkendelse af, at der kan være politiske ønsker om at bruge en del af den nuværende overholdbarhed til andre formål. Der er således indbygget en vis robusthed i vores investeringsscenarie, men analysen viser også, at det kan blive umuligt at overholde finanspolitikens Gyldne Regel i vores investeringsscenarie i tilfælde af store negative chok til økonomien som f.eks. en alvorlig og varig nedgang på Danmarks eksportmarkeder. Det må da besluttes, om holdbarheden skal sikres ved at sænke ambitionsniveauet for investeringerne, eller ved at sænke det offentlige forbrug eller presse det private forbrug ned gennem skatteforhøjelser.

Det er svært at vurdere det fremtidige investeringsbehov, og vi tager her ikke stilling til, om regneeksemplets investeringsscenarie fuldt ud opfylder behovet, men vi vurderer, at det i hvert fald kan bringe os et godt stykke ad vejen, og at øgede investeringer

på mange områder kan gøre det danske samfund mere robust over for de risikofaktorer, der tegner sig i horisonten.

## Appendiks 1: Egenskaber ved MAKRO-modellen

MAKRO er en nykeynesiansk model udviklet af analyseinstituttet DREAM og nærmere beskrevet i DREAM (2023) og her [MAKRO | DREAM](#). Modellen kan både bruges til kortsigtede konjunkturanalyser og til mellem- og langfristede fremskrivninger af udviklingen i dansk økonomi, som det er gjort i denne rapport.

Modellen har følgende egenskaber:

**Produktionen** foregår ved indsats af arbejdskraft, maskinkapital, bygningskapital, energi og øvrige inputs til forbrug i produktionen. "Maskinkapital" inkluderer forsknings- og udviklingskapital (intellektuelle rettigheder), og "bygningskapital" inkluderer anlæg. Modellen indeholder otte private produktionssektorer: Landbrug og fiskeri, råstofudvinding, energi, industri, bygge- og anlæg, bolig tjenester, søfart og øvrige tjenester.

**Produktmarkederne** er karakteriseret ved monopolistisk konkurrence, hvilket betyder, at virksomhederne fastsætter deres priser ved at lægge en profitmargin ("mark-up") til deres marginale produktionsomkostninger. Mark-up'ernes størrelse er kalibreret, så de matcher de profitmargin, der observeres i det danske nationalregnskab.

**Arbejdsmarkedet** er karakteriseret ved friktioner, som indebærer, at der på én og samme tid kan være arbejdsløshed og ubesatte ledige stillinger. De jobsøgende lediges sandsynlighed for at finde et job i løbet af en given periode afhænger af deres søgeintensitet og af forholdet mellem antallet af ledige stillinger og antallet af jobsøgende. Jo flere ledige i forhold til antallet af ledige stillinger, jo lavere er den enkelte lediges chance for at finde et job. Lønnen forhandles centralt af arbejdsmarkedets parter. Lønnen følger på sigt arbejdskraftens grænseprodukt, men forhandlingsparterne har også som mål at begrænse kortsigtede udsving i lønstigningstakten, så lønnen tilpasses trægt ved ændringer i grænseproduktet. Omkostninger til rekruttering driver en kile ind mellem lønnen og virksomhedernes samlede omkostninger til arbejdskraft. Når antallet af jobsøgende er under sit strukturelle niveau, er kilen større, hvilket dæmper efterspørgslen efter arbejdskraft, og vice versa. På kort og mellemlangt sigt kan beskæftigelsen derfor afvige fra sit strukturelle niveau bestemt af udviklingen i arbejdsstyrken.

**Produktion og beskæftigelse på kort sigt:** Virksomhederne tilfredsstiller den efterspørgsel, der fremkommer ved de fastsatte priser, og ansætter den dertil fornødne arbejdskraft. På kort og

mellemlangt sigt er produktion og beskæftigelse derfor efterspørgselsbestemt.

**Private investeringer:** Virksomhederne har fremadskuende (rationelle) forventninger og fastlægger deres investeringer med henblik på at maksimere den forventede nutidsværdi af deres indtjening. På grund af tilpasningsomkostninger tilpasser det fysiske kapitalapparat sig trægt til det ønskede langsigtede niveau. Finansiell kapital er derimod perfekt mobil mellem ind- og udland, og den indenlandske rente er derfor bestemt af det internationale renteniveau.

**Udenrigshandel:** Indenlandsk producerede varer er som hovedregel differentierede i forhold til udenlandske konkurrerende produkter. De indenlandske udenlandskonkurrerende virksomheder står dermed over for faldende efterspørgselskurver for deres produkter, med varierende (empirisk estimerede) priselasticiteter. Ved stød til modellen tilpasser bytteforholdet i udenrigshandelen sig derfor endogent.

**Husholdningerne og det private forbrug:** Husholdningssektoren er inddelt i overlappende generationer hver med en livscyklus på 100 år. Husholdningerne kan via kapitalmarkedet udjævne deres forbrug over tid på basis af fremadskuende forventninger. Deres opsparing er dels motiveret af behovet for at spare op til alderdommen og dels af et ønske om at efterlade arv. For at sikre, at det samlede private forbrug udviser en empirisk plausibel dynamik, er der kalibreret en andel af husholdningernes løbende indkomst, som automatisk anvendes til forbrug. Foruden forbrugsbeslutningen træffer husholdningerne beslutning om deres arbejdsmarkedsdeltagelse og arbejdstimeudbud med henblik på at maksimere deres nytte.

**Den offentlige sektor** opkræver skatter og afgifter og leverer offentlig service og foretager offentlige investeringer. Disse størrelser er eksogent bestemt i modellen. Modellen indeholder en detaljeret beskrivelse af skatte- og overførselssystemet samt pensionssystemet, herunder arbejdsmarkedspensionerne, som har stor betydning for de offentlige finanser.

**Produktion og beskæftigelse på langt sigt:** Lønninger og priser tilpasser sig gradvis således, at arbejdsløsheden konvergerer mod sit strukturelle niveau. I det lange løb er produktion og beskæftigelse dermed bestemt fra økonomiens udbudsside af arbejdsstyrken, den strukturelle ledighed og virksomhedernes ønskede kapitalapparat samt produktivtetsniveauet. I den version af MAKRO, der er anvendt i denne rapport, er der med udgangspunkt i

den empiriske forskningslitteratur indlagt positive produktivitetseffekter af offentlige investeringer, jf. hovedteksten.

**Empirisk grundlag:** Modellens parametre er estimeret ved brug af økonometriske metoder således, at modellen bedst muligt reproducerer de statistiske

egenskaber ved tidsserierne for de økonomiske variable, der indgår i modellen. Det primære datagrundlag er Danmarks Statistiks nationalregnskab samt andre data leveret af Danmarks Statistik.

## Appendiks 2: Finanspolitikens Gyldne Regel

Den Gyldne Regel har en lang tradition i faglitteraturen om styring af de offentlige finanser. Under den store økonomiske depression i 1930'erne blev reglen diskuteret som et muligt alternativ til datidens finanspolitiske ortodoksi, der krævede balance på det offentlige budget (se Musgrave (1939)). Mange år senere i debatten om EU's Stabilitets- og Vækstpagt blev den Gyldne Regel foreslået af mange fagøkonomer som et alternativ til de mere rigide budgetregler, man endte med at vedtage, jf. f.eks. Fitoussi og Creel (2002), Blanchard og Giavazzi (2004), Truger (2013), Barbiero og Darvas (2014), og Dervis og Saraceno (2014). Interessant nok foreslog også de tyske økonomiske vismænd, at den Gyldne Regel blev en del af EU's budgetregler (Sachverständigenrat, 2007). Der har også for nylig været i debat i EU om at aktivere den Gyldne Regel i forhold til grøn omstilling, nye teknologier og forsvar – se f.eks. Blesse m.fl. (2023a og 2023b).

Et af argumenterne for finanspolitiske regler er, at de gør finanspolitikken mere forudsigelig, hvilket kan skabe et mere stabilt investeringsmiljø. Et andet argument er, at det politiske pres for nye udgiftskrævende initiativer eller skattelettelser typisk er større end presset for at gennemføre upopulære, men nødvendige skatteforhøjelser. Det kan give en tendens til vedvarende, uholdbare offentlige budgetunderskud. De senere årtiers underliggende stigning i statsgældens andel af BNP i EU og eurozonen såvel som i USA kan tyde på, at der er en sådan skævhed i den finanspolitiske proces. Det kan man søge at imødegå ved at indføre overgrænser for, hvor stort budgetunderskuddet må være, som man har gjort i EU.

Men de samme kortsigtede politiske hensyn, der trækker i retning af for store budgetunderskud, kan også bevirke, at politikerne vælger at konsolidere budgettet ved at skære ned på de offentlige investeringer frem for at skære i det offentlige forbrug eller hæve skatterne, da de negative velfærdsvirkninger af lavere investeringer først mærkes på længere sigt. Forskningsstudier har vist, at finanspolitiske stramninger ofte tager form af store nedskæringer i de offentlige investeringer, jf. Turrini (2004) og Vålilä og Mehrota (2005), og Den Internationale Valutafond (IMF, 2014, kap. 3) dokumenterede en langtids-tendens til fald i det offentlige kapitalapparat og de offentlige investeringers andel af BNP i de avancerede økonomier. Det giver en politisk-økonomisk begrundelse for finanspolitikens Gyldne Regel, da reglen indebærer, at der må være underskud på det offentlige budget i det omfang, der investeres i fremtiden. Hermed motiveres det politiske system til at inddrage langsigtede hensyn i finanspolitikken.

Den Gyldne Regel indebærer, at det offentlige budgetunderskud ikke må overstige de offentlige nettoinvesteringer (investeringerne fratrukket udgifterne til vedligeholdelse af det eksisterende kapitalapparat) i en normal konjunktursituation. I en lavkonjunktur, hvor de offentlige finanser automatisk svækkes pga. lavere skatteindtægter og højere udgifter til arbejdsløshedsdagpenge og andre overførsler, må budgetunderskuddet gerne være større, men det skal til gengæld være mindre end nettoinvesteringerne, når der er højkonjunktur, og statsfinanserne automatisk forbedres. Konkret betyder det, at underskuddet på den strukturelle offentlige saldo – dvs. budgetsaldoen i en normal konjunktursituation, der i Danmark løbende beregnes af Finansministeriet – ikke må overstige de offentlige nettoinvesteringer. Den Gyldne Regel giver dermed plads til, at de automatiske konjunkturbetingede udsving på den faktiske offentlige saldo kan bidrage til at stabilisere økonomien.

Et vigtigt spørgsmål ved implementering af den Gyldne Regel er, hvordan man definerer og afgrænser de offentlige investeringer i forhold til det offentlige forbrug. Som det allerede blev påpeget af Musgrave (1939), kan dele af det, der statistisk registreres som offentligt forbrug, have karakter af investeringer, der øger landets fremtidige produktionskapacitet. Offentlige udgifter til sundhed og uddannelse kan således til dels opfattes som investering i "menneskelig kapital (humankapital)", der øger den fremtidige arbejdsstyrkes produktivitet. En meget stor del af sundhedsudgifterne bruges dog på ældre mennesker uden for arbejdsstyrken, og en stor del af uddannelsesudgifterne må opfattes som nødvendige udgifter til vedligeholdelse af arbejdsstyrkens kvalifikationer, der ikke bidrager til en nettoinvestering i humankapital og dermed ikke giver grundlag for offentlig låntagning under den Gyldne Regel. Hvert år går der folk på pension, og dele af det offentlige uddannelsesbudget går til at sikre, at de kan erstattes af nye unge medlemmer af arbejdsstyrken med mindst samme kvalifikationer. En anden del af uddannelsesbudgettet går til at sikre, at arbejdsstyrken har de nødvendige kvalifikationer til at udnytte det tekniske set stadig mere avancerede kapitalapparat, der anvendes i produktionen. Også denne del af uddannelsesudgifterne kan ses som en vedligeholdelsesudgift, der er nødvendig for at sikre, at produktionen kan fortsætte.

De tyske økonomiske vismænd har skønnet, at helt op til 95 pct. af de tyske offentlige udgifter til uddannelse må betragtes vedligeholdelsesudgifter, der modsvares af afskrivninger på den eksisterende

tyske humankapital. Det høje tal skyldes i høj grad den tyske demografiske udvikling, hvor antallet af personer, der årligt forlader arbejdsstyrken for at gå på pension, bliver større i forhold til tilgangen af nye ungdomsårgange til arbejdsmarkedet. I Danmark er der udsigt til en lignende demografisk udvikling i de omtalte "hængekøjeår" i 2030'erne og 2040'erne. I praksis er det svært at vurdere, hvor stor en andel af uddannelsesbudgettet, der må opfattes som en nettoinvestering i humankapital, men meget tyder altså på, at andelen ikke er stor. Disse forhold taler for, at man ikke indregner det offentlige forbrug til uddannelsesformål i definitionen af offentlige nettoinvesteringer, når man anvender den Gyldne Regel. Heri ligger ikke en nedvurdering af vigtigheden af investeringer i uddannelse, men en erkendelse af, at en stor del af uddannelsesudgifterne må ses som reinvesteringer, der er nødvendige for at fastholde arbejdsstyrkens kvalifikationer og evne til at anvende nye teknologier produktivt.

På linje med Truger (2016) kan man imidlertid argumentere for, at offentlige udgifter til støtte af private investeringer bør inkluderes i definitionen af offentlige investeringer, da der kan være gode grunde til, at man lader en (delvist) offentligt finansieret investering udføre af private aktører med relevante kompetencer frem for, at det offentlige selv foretager investeringen. Hvis man ikke indregner investeringstilskud til private investorer, risikerer man, at den Gyldne Regel på uhensigtsmæssig vis hæmmer inddragelsen af relevante private aktører i udbygningen af samfundets infrastruktur og kapitalapparat.

Da formålet med den Gyldne Regel er at sikre finanspolitisk disciplin uden at hæmme de offentlige investeringer, er det vigtigt, at der fra starten foreligger en klar definition og afgrænsning af de offentlige investeringer, så der ikke fremover kan "files" med reglen, ved f.eks. at omklassificere offentligt forbrug til offentlig investering. Et naturligt udgangspunkt kan være nationalregnskabets definition af de offentlige investeringer, evt. med de justeringer af definitionen, der måtte skønnes nødvendige for at undgå uhensigtsmæssige barrierer for fornuftige investeringer.

En del offentlige investeringer foretages af kommuner og regioner. Deres investeringer og finansieringen heraf kan aftales i forbindelse med deres årlige økonomiforhandlinger med staten. I det omfang, der aftales lånefinansiering af kommunale eller regionale investeringer som led i praktiseringen af den Gyldne Regel, og disse investeringer ikke finansieres gennem det kommunalt ejede selskab Kommunekredit, kan staten optage lånene og overføre provenuet som investeringstilskud til kommuner og regioner.

UK er et eksempel på et land, der igennem længere tid har praktiseret den Gyldne Regel. Reglen blev indført af den første Labour-regering under Tony Blair i 1997 og blev fastholdt i de efterfølgende 10 år, indtil den blev suspenderet som følge af det usædvanligt kraftige økonomiske tilbageslag i forbindelse med finanskrisen i 2008-2009. I 2021 blev den Gyldne Regel genoplivet under den daværende konservative regering, og fra 2024 er den blevet videreført i en lidt opstrammet form af Labour-regeringen under Keir Starmer. Creel m.fl. (2009) foretog en empirisk analyse af udviklingen i de offentlige investeringer i UK og deres effekt på BNP. De fandt, at de offentlige investeringers andel af og positive effekt på BNP steg efter indførelsen af den Gyldne Regel i 1997.

IMF (2014, kap. 3) har undersøgt effekten af den Gyldne Regel på de offentlige investeringer ved brug af et datasæt for 1985-2013 for 56 lande, hvoraf de ni (Brasilien, Costa Rica, Tyskland, Japan, Kosovo, Liberia, Malaysia, Pakistan og UK) har praktiseret den Gyldne Regel i hele eller dele af perioden. IMF fandt, at lande, der ikke følger reglen, typisk skærer kraftigt ned på de offentlige investeringer i perioder, hvor det er nødvendigt at stramme finanspolitikken mærkbart, hvorimod den Gyldne Regel hjælper til at holde de offentlige investeringer oppe i sådanne perioder i lande, der følger reglen.

Afslutningsvis er det værd at bemærke, at den Gyldne Regel ikke nødvendigvis tillader et større offentligt budgetunderskud i det lange løb end den nuværende danske budgetlov. Det afhænger af, hvilket forhold mellem det offentlige kapitalapparat og den samlede produktion (BNP), man tilstræber. I investeringsscenariet stabiliseres det offentlige kapitalapparat på langt sigt på et niveau på godt 60 pct. af BNP, hvorefter det vokser med samme årlige rate på 1 pct. som BNP. Det betyder, at de offentlige nettoinvesteringer på langt sigt udgør godt  $0,6 \times 1 = 0,6$  pct. af BNP, som altså under den Gyldne Regel er overgrænsen for, hvor stort det offentlige budgetunderskud må være. Til sammenligning tillader budgetloven, at underskuddet i en normal konjunktursituation må være op til 1 pct. af BNP. Med disse tal skal finanspolitikken på langt sigt altså være strammere under den Gyldne Regel end under budgetloven. I et mere offensivt investeringsscenarie, hvor man efter 2050 fastholder en højere offentlig investeringskvote end forudsat her, så det offentlige kapitalapparat øges til mere end 100 pct. af BNP, vil den Gyldne Regel dog tillade et større budgetunderskud end budgetloven på langt sigt. Det afgørende er under alle omstændigheder, at den Gyldne Regel tillader mere fleksibilitet end budgetloven til at opbygge et større offentligt kapitalapparat, når der er behov for det, uden at finanspolitikken permanent slækkes i forhold til det nuværende finanspolitiske regime.

## Litteraturhenvisninger

- Alexopoulou, I., I. Bunda, & A. Ferrando (2010). Determinants of government bond spreads in new EU countries. *Eastern European Economics* 48:5, 5-37.
- Ardagna, S., F. Caselli & T. Lane (2004). Fiscal discipline and the cost of public debt service: Some estimates for OECD countries. National Bureau of Economic Research Working Paper 10788, September 2004.
- Baldacci, E., & M.S. Kumar (2010). Fiscal deficits, public debt, and sovereign bond yields. IMF Working Paper, WP/10/184, August 2010.
- Barbiero, F. & Z. Darvas (2014). In sickness and in health: Protecting and supporting public investment in Europe. Bruegel Policy Contribution 02/2014.
- Bernoth, K. & B. Erdogan (2012). Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach. *Journal of International Money and Finance* 31, 639-656.
- Blanchard, O. & F. Giavazzi (2004). Improving the SGP through a proper accounting of public investment. CEPR Discussion Papers 4220.
- Blesse, S., F. Dorn & M. Lay (2023a). A targeted Golden Rule for public investments? Study requested by the ECON committee of the European Parliament, IPOL | Economic Governance and EMU scrutiny Unit, March 2023.
- Blesse, S., F. Dorn & M. Lay (2023b). Reforming EU fiscal governance: A Golden Rule for public investment? *EconPol Forum* 4/2023, July Volume 24, 49-56.
- Bom, P.R.D. & J. Ligthart (2014). What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital? *Journal of Economic Surveys* 28, 889-916.
- Bonde, M., J. Ejarque, G. Høegh, E. Partsch, P. Stephensen & T. Vasi (2023). MAKRO Model Documentation - A Handbook for using and understanding the MAKRO Model. March 2023.
- Creel, J., P. Monperrus-Veroni & F. Saraceno (2009). On the long-term effects of fiscal polity in the United Kingdom: The case for a Golden Rule. *Scottish Journal of Political Economy* 56, 580-607.
- Dansk Industri (2025). Råderummet hviler på fem virksomheders ekstraordinære bidrag. DI Analyse, november 2025.
- De Økonomiske Råd (2024). Produktivitet 2024. Produktivetsrapport fra De Økonomiske Råds formandskab.
- Dervis, K. & F. Saraceno (2014). An investment New Deal for Europe. *Brookings Up Front*, 3 September 2014.
- Draghi, M. (2024). The future of European competitiveness. European Commission, September 2024.
- DREAM (2026). Makroøkonomiske effekter af øgede investeringer. Baggrundsnotat, November 2025.
- Finansministeriet (2025a). Opdateret mellemfristet forløb. Juni 2025.
- Finansministeriet (2025b). Opdateret 2030-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2029. August 2025.
- Fitoussi, J.-P. & J. Creel (2002). How to reform the European Central Bank? Centre for European Reform, London.
- IMF (2014). World Economic Outlook October 2014. Washington, DC: International Monetary Fund.

Melo, P.C., D.J. Graham & R. Brage-Ardao (2013). The productivity of transport infrastructure investment: A meta-analysis of empirical evidence. *Regional Science and Urban Economics* 43, 695-706.

Musgrave, R.A. (1939). The nature of budgetary balance and the case for a capital budget. *American Economic Review* 29, 260-271.

Núñez-Serrano, J.A. & F.J. Velázquez (2017). Is public capital productive? Evidence from a meta-analysis. *Applied Economic Perspectives and Policy* 39, 313-345.

Poghosyan, T. (2014). Long-run and short-run determinants of sovereign bond yields in advanced economies. *Economic Systems* 38, 100-114.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007). Staatsverschuldung wirksam begrenzen. Expertise im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Technologie, Wiesbaden.

Truger, A. (2013). Austerity in the euro area: the sad state of economic policy in Germany and the EU. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* 10:2, 158-174.

Truger, A. (2016). Reviving fiscal policy in Europe: towards an implementation of the golden rule of public investment. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* 13:1, 57-71.