

# DANMARKS NATIONALBANK

14. MARTS 2018 — NR. 3

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI – MARTS 2018

## Moderat højkonjunktur i de kommende år

- Opsvinget er fortsat i anden halvdel af 2017, og dansk økonomi har taget hul på en højkonjunktur med stadig større pres på arbejdsmarkedet. Økonomien er godt rustet til højkonjunkturen, som kan forløbe, uden at der opbygges ubalancer.
- Et balanceret vækstforløb forudsætter, at finanspolitikken ikke skubber yderligere til efterspørgslen. Samtidig bør regeringen være forberedt på at kunne iværksætte en forebyggende finanspolitisk opstramning for at dæmpe væksten i efterspørgslen, hvis der er tegn på overophedning.
- En overophedning vil blive efterfulgt af et større tilbageslag, som også vil kunne blive udløst af en international konjunkturvending før eller siden. Det er, når det går godt, at den økonomiske politik skal udvise mådehold og sørge for, at der er noget at stå imod med efter en højkonjunktur.

### INDHOLD

- 2 UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI PÅ EN SIDE
- 3 UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI
- 12 INTERNATIONAL BAGGRUND
- 18 APPENDIKS: ANTAGELSER OG REVISIONER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI



### Moderat højkonjunktur

med øget pres på  
arbejdsmarkedet

[Læs mere](#)



### 1,9 pct. vækst i realt BNP i år

1,8 pct. i 2019  
og 1,7 pct. i 2020

[Læs mere](#)



### Finans- politikken

bør ikke skubbe yder-  
ligere til efterspørgslen

[Læs mere](#)

## Udsigter for dansk økonomi på en side

- Opsvinget i dansk økonomi er fortsat i anden halvdel af 2017, og dansk økonomi har taget hul på en højkonjunktur.
- Der er også et opsving i gang på Danmarks eksportmarkeder, og euroområdet og USA er i begyndelsen af en højkonjunktur. Det giver gode muligheder for dansk eksport.
- Herhjemme er fremgangen indtil videre forløbet balanceret, bl.a. hjulpet på vej af tidligere aftalte reformer, der understøtter fremgangen i beskæftigelsen.
- Der er få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Men manglen på arbejdskraft har endnu ikke for alvor medført højere nominelle lønstigninger.
- Forbrugerpriserne udvikler sig fortsat svagt, og det underliggende prispres i økonomien er moderat.
- Stærke stimuli skubber på efterspørgslen. Forbrugertilliden er høj, og der er optimisme blandt virksomhederne. Der er gode forudsætninger for fortsat fremgang.
- Det reale BNP skønnes at vokse med 1,9 pct. i år, 1,8 pct. til næste år og 1,7 pct. i 2020, og beskæftigelsen øges med knap 75.000 personer frem mod slutningen af 2020.
- I takt med at økonomien bevæger sig længere ind i højkonjunktoren, er det naturligt med lidt lavere vækstrater, når virksomhedernes kapacitet bliver mere presset.
- Prognosens opadrettede risici knytter sig til, at væksten især det private forbrug og investeringerne kan blive ganske kraftig. Forbrugskvoten er lav, og investeringerne kan blive højere, hvis der opstår udbredt kapacitetspres. De nedadrettede risici knytter sig især til de eksterne forhold, herunder udviklingen i USA.
- Med udsigt til en højkonjunktur er det vigtigt, at finanspolitikken ikke skubber yderligere til efterspørgslen i økonomien.
- Regeringen bør samtidig være forberedt på med kort varsel at kunne iværksætte en forebyggende finanspolitisk opstramning for at dæmpe efterspørgslen, hvis der er tegn på overophedning.
- Det er, når det går godt, at den økonomiske politik skal udvise mådehold og sørge for, at der er noget at stå imod med efter en højkonjunktur.

### Centrale økonomiske størrelser

	2017	2018	2019	2020	2017		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP (real), pct.	2,1	1,9	1,8	1,7	-1,2	-0,8	1,0
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.923	2.963	2.989	3.008	2.917	2.929	2.942
Ledighed, brutto, 1.000 personer	117	109	102	97	116	119	115
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,5	7,7	7,3	6,8	8,4	7,2	6,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,5	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-1,1	2,3
Huspriser <sup>1</sup> , pct. år-år	3,9	3,2	2,8	2,5	4,4	3,9	3,7
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	1,1	0,7	1,5	1,6	0,7	1,5	1,2
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,1	2,5	3,0	3,3	2,0	2,3	2,0

<sup>1</sup> Nominelle priser på enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Udsigter for dansk økonomi

### Moderat højkonjunktur i de kommende år

Det igangværende opsving i dansk økonomi er solidt og fortsatte i anden halvdel af 2017. Det er især tydeligt på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen fortsætter med at stige og ledigheden falder. Det reale bruttonationalprodukt, BNP, steg med 2,1 pct. sidste år ligesom året forinden.

Der er også et opsving i gang på Danmarks eksportmarkeder, og det er styrket det seneste år. Både euroområdet og USA har taget hul på en højkonjunktur, USA med et lille forspring. Begge steder er der nu udsigt til et moderat vækstforløb, hvor presset i økonomierne tager lidt til. Der er tale om en mere afdæmpet højkonjunktur end i midten af 2000'erne.

I USA, der er lidt længere fremme i konjunkturcyklen, har den amerikanske centralbank, Federal Reserve, de seneste par år gradvist sat målet for den pengepolitiske rente op. I løbet af det seneste halve år er Den Europæiske Centralbank, ECB, også langsomt begyndt at stramme pengepolitikken ved to gange at have nedskaleret sit opkøb af obligationer. Sammen med opsvinget i økonomierne og forbedrede vækstudsigter har det fået renterne til at stige lidt i både USA og euroområdet.

I takt med stærkere højkonjunkturer er markedsforventningerne, at renterne gradvist vil stige yderligere, lidt før i USA end i euroområdet. I et længere perspektiv vil renterne i euroområdet dog fortsat være meget lave. Lidt højere renter vil bidrage til at dæmpe væksten i efterspørgslen, og det må anses for at være hensigtsmæssigt i den aktuelle danske konjunktursituation, så længe rentestigningen ikke sker abrupt.

Herhjemme skubber stærke stimuli på efterspørgslen. Forbrugertilliden er høj, og virksomhederne er optimistiske. Samtidig er renterne meget lave, og der er vækst på eksportmarkederne. Der er dermed udsigt til en periode, hvor dansk økonomi vil bevæge sig lidt dybere ind i højkonjunkturen. Væksten i realt BNP skønnes til 1,9 pct. i år for gradvist at falde til 1,7 pct. i 2020 i takt med, at kapacitetspresset bliver lidt større i løbet af højkonjunkturen. Beskæftigelsen ventes at stige med næsten 75.000 personer frem mod udgangen af 2020, og holder det stik, vil den i alt være steget med en kvart million personer siden begyndelsen af 2013.

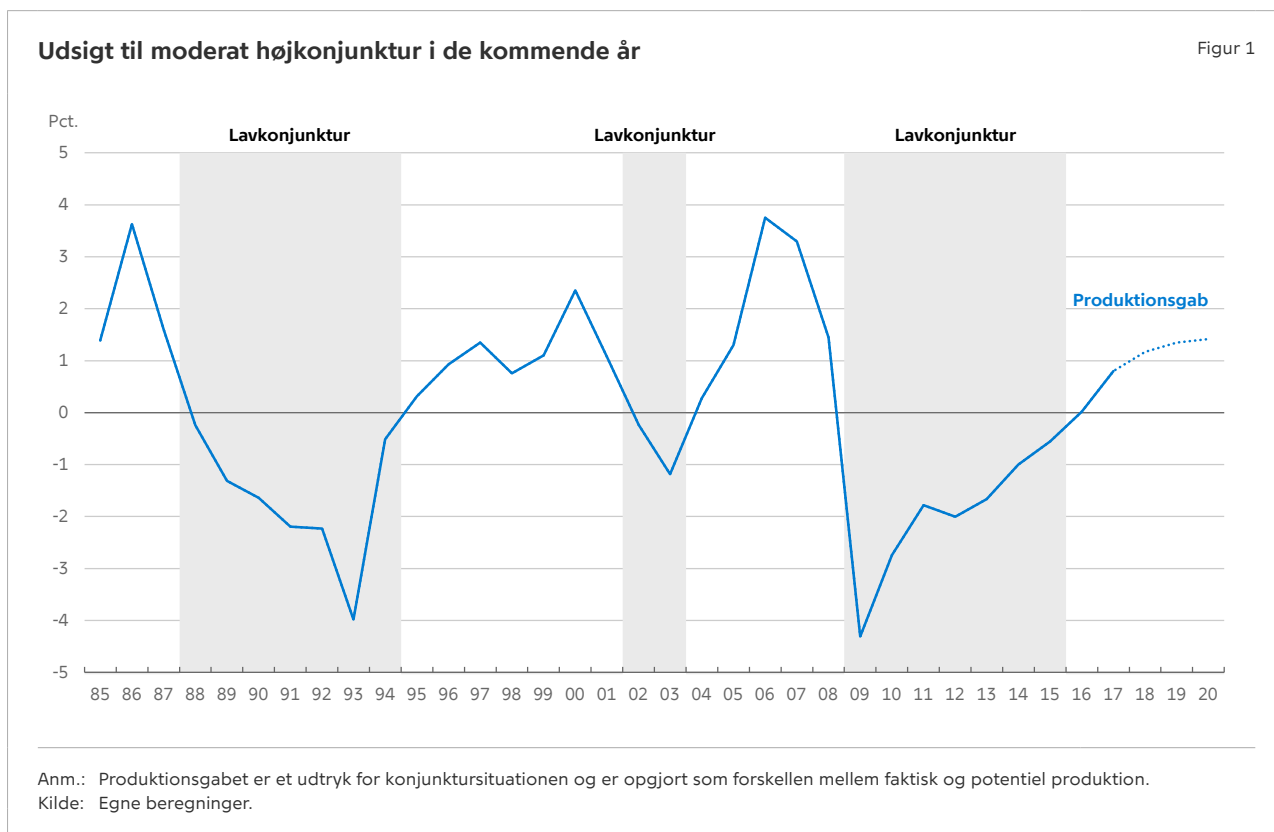
Opsvinget i dansk økonomi har hidtil været balanceret, og der er udsigt til, at det kan fortsætte ind i højkonjunkturen, jf. figur 1. Indfasningen af tidligere vedtagne reformer med henblik på at øge arbejdsstyrken understøtter den stigende beskæftigelse, og det store overskud på betalingsbalancen muliggør øget import. Dansk økonomi er således i udgangspunktet godt rustet til, at presset på produktionskapaciteten vil tage til, og der ventes på den baggrund en moderat højkonjunktur i de kommende år.

Efterhånden som økonomien bevæger sig længere ind i højkonjunkturen, kan presset på virksomhedernes kapacitet skærpes i en grad, så produktionen stiger mindre end potentialet. Det vil i sig selv være en naturlig tilpasning, som ikke bør modgås med en finanspolitik, der har sigte mod at holde efterspørgslen oppe.

Der er også potentiale til, at væksten i efterspørgslen kan blive ganske kraftig i løbet af de kommende år. Husholdningernes indkomster er steget pænt de seneste år, og opsparingen er høj. Hvis kraftig vækst i den indenlandske efterspørgsel falder sammen med en lignende i udlandet, kan der opstå et større pres på den danske økonomi. En overophedning kan erfaringsmæssigt komme hurtigt og kraftigt og lægge kimen til et efterfølgende stort tilbageslag – både herhjemme og i udlandet.

For at bidrage til et fortsat balanceret forløb bør finanspolitikken ikke skubbe yderligere til efterspørgslen, og i år er finanspolitikken aktivitetsevirkning omtrent neutral. Samtidig bør regeringen være forberedt på med kort varsel at kunne iværksætte en forebyggende finanspolitisk opstramning, hvis der opstår tegn på, at økonomien er på vej ind i en overophedning. I gode tider er det vigtigt både at undgå en overophedning og at sikre, at der er noget at stå imod med efter en højkonjunktur.

Det udgør en ekstra usikkerhed, at der i løbet af de næste to år sker store udbetalinger af tidligere indbetalt efterløn og for meget betalt ejendomsskat. Udbetalingerne til husholdningerne beløber sig til skønsmæssigt 14 mia. kr. svarende til, at husholdningernes disponible indkomst forøges med 1,3 pct. Selv om udbetalingerne har engangskaraktér, risikerer de at skubbe yderligere til efterspørgslen i en situation, hvor presset på kapaciteten i økono-



mien tager til. Udbetalingerne falder dermed på et uheldigt tidspunkt inde i en højkonjunktur. Hertil kommer skatteaftalen fra begyndelsen af februar, som gradvist lemper indkomstskatten i løbet af højkonjunktoren.

**Sund fremgang på arbejdsmarkedet, men udsigt til større pres**

På arbejdsmarkedet fortsætter beskæftigelsen med at stige. Siden begyndelsen af 2013 er den steget med 180.000 personer, stort set udelukkende i den private sektor. Beskæftigelsen er primært steget i serviceerhvervene, men også i industrien og bygge-riet.

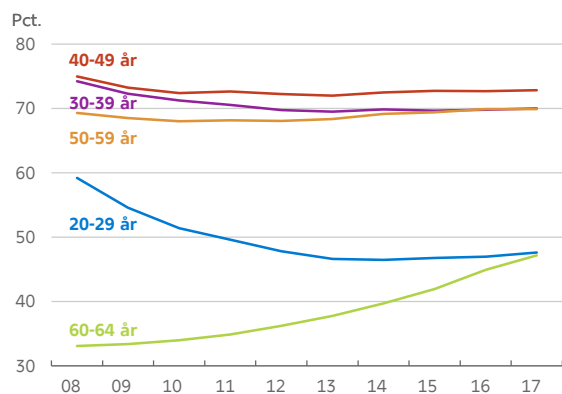
Fremgangen på arbejdsmarkedet under opsvinget har indtil videre været sund. Beskæftigelsen er steget (og ledigheden er faldet) i et langsommere tem-

po end under ophedningen i midten af 2000'erne. Der har været en stor stigning i arbejdsstyrken, især fordi forhøjelsen af efterlønsalderen har fået mange til at udskyde deres tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet, ligesom nogle har valgt at arbejde flere timer, jf. figur 2. Det har holdt en stor del af kernearbejdsstyrken på arbejdsmarkedet, hvilket har understøttet fremgangen i beskæftigelsen.

Ledigheden er faldet gennem 2017, når man ser bort fra de tekniske bevægelser, som knytter sig til integrationsydelsen og omlægningen af dagpengesystemet<sup>1</sup>, jf. figur 3. Med godt 110.000 ledige personer er ledigheden lidt under sit estimerede strukturelle niveau, men ikke presset helt i bund, som det var tilfældet i 2008. Også langtidsledigheden er reduceret i takt med bruttoledigheden og udgør nu blot ca. 20.000 personer. Det viser, at langt de fleste

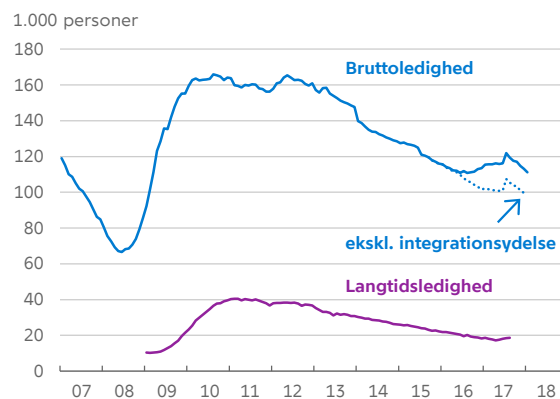
1 I juli 2016 blev integrationsydelsen udvidet, og samtidig blev flere modtagere af den visiteret som jobparate. Dermed blev bruttoledigheden forøget af tekniske årsager. Dagpengereformen indebærer et skifte i datakilder for ledighedsstatistikken i juli 2017, og det forøger usikkerheden af opgørelsen.

**Beskæftigelsesfrekvensen er øget markant blandt de ældre aldersgrupper i arbejdsstyrken** Figur 2



Anm.: Beskæftigelse i fuldtidspersoner fordelt på alder i forhold til befolkningen i den relevante aldersgruppe.  
Kilde: Jobindsats og Danmarks Statistik.

**Såvel ledighed som langtidslidighed falder** Figur 3



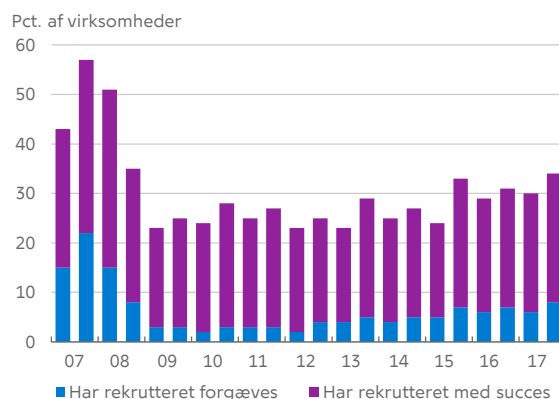
Anm.: Langtidslidighed efter Danmarks Statistik opgørelse.  
Kilde: Danmarks Statistik, jobindsats og egne beregninger.

personer på arbejdsmarkedet er i relativt kortvarig berøring med ledighed<sup>2</sup>.

I takt med at flere er kommet i job, er presset på arbejdsmarkedet taget til. Virksomhederne melder i stigende grad om mangel på arbejdskraft, endda på et niveau som umiddelbart før krisen for ti år siden. Flere stillinger slås op, og selv om virksomhederne finder det stadig vanskeligere at rekruttere, kan størstedelen af opslagene besættes, jf. figur 4. Set i forhold til antallet af ledige personer er antallet af stillingsopslag stadig noget lavere end for ti år siden.

Presset på arbejdsmarkedet (og i dansk økonomi) er et stykke fra overophedningen i midten af 2000'erne. Kapacitetsudnyttelsen i industrien vurderes aktuelt ikke at være høj sammenlignet med tidligere, og byggeaktiviteten holdes endnu delvis tilbage af mangel på efterspørgsel, jf. figur 5. Både byggebeskæftigelsen og omfanget af bolig-, bygge- og anlægsinvesteringer er på landsplan noget lavere end under overophedningen.

**Flere stillinger slås op, og de er blevet lidt sværere at besætte** Figur 4



Anm.: Andelen af virksomheder, som det inden for de seneste to måneder er henholdsvis lykkedes og ikke lykkedes at rekruttere nye medarbejdere. Den resterende andel af virksomhederne har ikke haft behov for at rekruttere i løbet af de seneste to måneder.  
Kilde: Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering.

<sup>2</sup> Fx var der i alt 350.000 personer, som på et eller andet tidspunkt var ledige i løbet af 2016, mens det blot var godt 112.000 personer, når det opgøres i fuldtidspersoner.

Ikke desto mindre vil presset på arbejdsmarkedet tage til i takt med, at dansk økonomi bevæger sig dybere ind i højkonjunktoren, og fremgangen i beskæftigelsen fortsætter. En fortsat sund udvikling på arbejdsmarkedet forudsætter stadig tilgang af arbejdskraft uden for arbejdsstyrken, herunder udenlandsk arbejdskraft. Der er næppe tilstrækkeligt ledige ressourcer blandt ledige personer til at kunne dække en fortsat holdbar beskæftigelsesfremgang i de kommende år. Den udfordring skærpes af, at konkurrencen om den udenlandske arbejdskraft er blevet hårdere i takt med, at også vore nabolande bevæger sig længere ind i en højkonjunktur.

### Lønstigningerne er endnu moderate

Det øgede pres på arbejdsmarkedet har endnu ikke medført højere nominelle lønstigninger. I 4. kvartal var lønnen i den private sektor 1,8 pct. højere end for et år siden. Stigningstakten har ligget på det niveau de seneste år.

I fremstillingsvirksomhederne, hvor en stor del af produktionen går til eksport, steg lønnen med en årsstigningstakt på 2,0 pct. Det var lidt mindre end i de forudgående kvartaler og en smule under stigningstakten hos de udenlandske konkurrenter. Det følger en periode med forbedringer af det danske bytteforhold, hvilket har løftet den relative lønkvote, mens de relative enhedslønomkostninger har udviklet sig fladt, jf. figur 6. Den danske konkurrenceevne er således god, men en stærk effektiv kronekurs kan dæmpe fremgangen i eksporten.

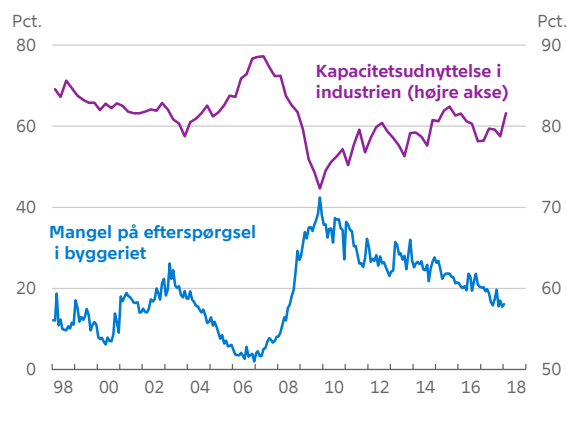
Inden for bygge- og anlægserhvervene var lønstigningstakten 2,3 pct. Det er traditionelt inden for dem, at et indenlandsk opsving først slår ud i en højere lønstigningstakt. Det er dog i et vist omfang lykkedes at tiltrække arbejdskraft udefra, herunder fra udlandet, men det ændrer ikke på, at området aktuelt er der, hvor manglen på arbejdskraft er mest udbredt.

De moderate nominelle lønstigninger i den private sektor skal ses i lyset af den lave stigning i forbrugerpriserne. Lønnens købekraft, dvs. reallønnen, er således steget hurtigere de senere år end gennemsnittet over de seneste par årtier.

Det øgede pres på kapaciteten i økonomien skønnes gradvist at løfte lønstigningstakten i de kommende år til lidt over 3 pct. pr. år. Men det er fortsat en moderat lønudvikling. Også inden for den offentlige sektor er lønudviklingen behersket.

**Kapacitetsudnyttelsen i industrien og manglen på efterspørgsel i byggeriet er omtrent på gennemsnit**

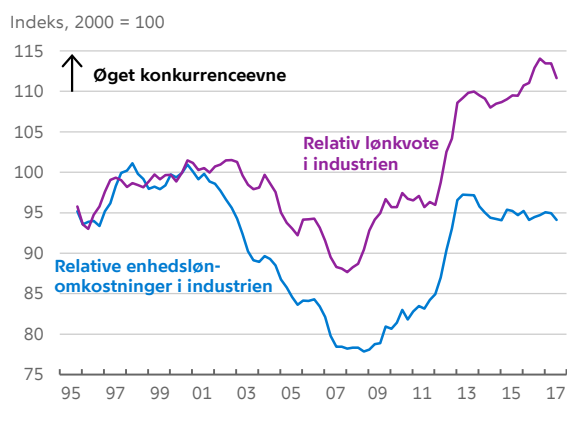
Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik.

**Danske virksomheder er konkurrencedygtige**

Figur 6



Anm.: Lønkvote og enhedslønomkostninger i udlandet (sammenvejet) i forhold til dansk lønkvote og enhedslønomkostninger. Den forskellige udvikling i de to mål for konkurrenceevne skyldes, at der har været en løbende forbedring af det danske bytteforhold.

Kilde: Eurostat, OECD, Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Economic Data og Danmarks Nationalbank.

### Forbrugerpriserne udvikler sig fortsat svagt

Forbrugerpriserne er steget lidt mindre de seneste måneder efter en kort periode i efteråret med lidt stærkere prisvækst. Årstigningstakten har de seneste tre måneder været under 1,0 pct. Set over en længere årrække har prisudviklingen været afdæmpet og lidt svagere end i euroområdet. På mellem- langt sigt følger de danske forbrugerpriser euroområdets, men på kort sigt kan der være forskel.

Der er fortsat kun et moderat underliggende prispres i økonomien, men ikke helt så lavt som tidligere. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, ligger lavere i Danmark end i euroområdet, jf. figur 7.

Også den indenlandsk markedsbestemte inflation, IMI, er taget til i løbet af det seneste år. Energipriserne trækker op i det samlede prisindeks i engrosledet, men ikke i lige så høj grad som for et år siden. Importpriserne bidrager derimod ikke til det øgede prispres. De holdes nede af, at den effektive kronekurs er blevet styrket, så udenlandske varer bliver billigere i danske kroner. Den effektive kronekurs er steget ca. 3 procentpoint over det seneste år, især drevet af en svagere dollar.

I takt med øgede lønstigninger og større knaphed på kapacitet i økonomien forventes væksten i forbrugerpriserne i de kommende år at komme op omkring 1,6 pct. pr. år. I 2018 ventes en stigning på 0,7 pct. En række afgiftsnedsættelser samt afskaffelsen af PSO-afgiften dæmper isoleret set prisudviklingen en smule i år.

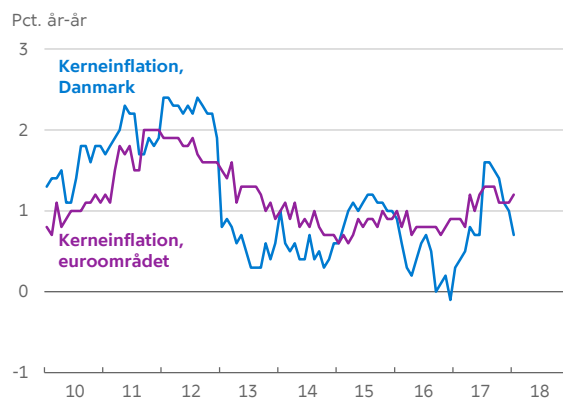
### Gunstig situation for dansk eksport

Stigende verdenshandel og fremgang på eksportmarkederne har smittet af på dansk eksport. I 2017 steg eksporten af varer og tjenester 4,6 pct. i forhold til 2016. Det er især eksporten af industrivarer, der er steget<sup>3</sup>.

Den pæne fremgang på eksportmarkederne ventes at fortsætte i de kommende år, og de danske virksomheder er konkurrencemæssigt godt rustede

### Det underliggende prispres er moderat

Figur 7



Anm.: Kerneinflation er opgjort som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.  
Kilde: Eurostat, Danmarks Statistik og egne beregninger.

til at imødekomme den stigende efterspørgsel fra udlandet.

Øget indtjening fra vare- og tjenestehandlen løftede overskuddet på betalingsbalancens løbende poster til 162 mia. kr. i 2017, svarende til omkring 7,5 pct. af BNP. Overskuddet på betalingsbalancen har siden 2010 været ekstraordinært højt, også set i forhold til konjunkturerne, og det er drevet af husholdninger og virksomheder i den private sektor, jf. figur 8. Fra 2010 til 2015 var det især virksomhederne, der holdt igen, mens overskuddet de seneste par år især skyldes, at husholdningerne har sparet ekstra meget op for at nedbringe deres gæld<sup>4</sup>. I takt med øget indenlandsk aktivitet i de kommende år ventes overskuddet på betalingsbalancen reduceret lidt, men at forblive stort.

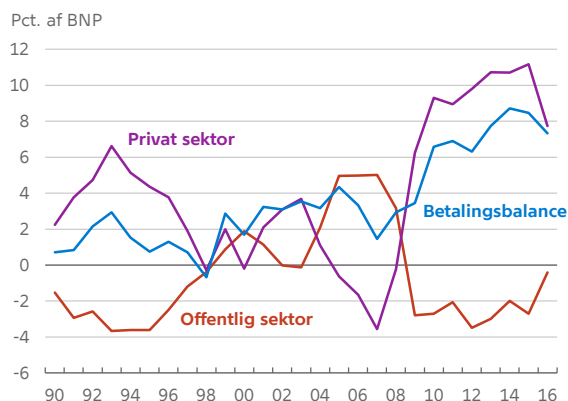
### Udsigt til forbrugsfremgang og flere investeringer

Forbrugernes købekraft er de seneste par år øget støt i takt med, at beskæftigelsen er steget, renterne er faldet, og stigningerne i forbrugerpriserne har været lave. Husholdningerne har ikke vekslet al frem-

3 Danske virksomheder afsætter i stigende grad varer i udlandet, som ikke produceres eller forarbejdes i Danmark. Se Casper Winther Nguyen Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Anne Ulstrup Mortensen, Globalisering gør det vanskeligere at fortolke betalingsbalancen, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar 2018.

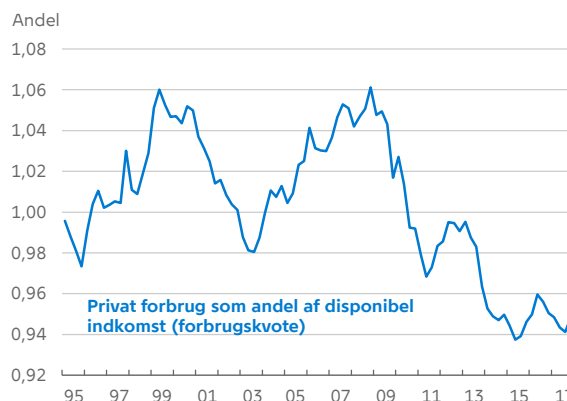
4 Se Casper Winther Nguyen Jørgensen, Paul Lassenius Kramp og Anne Ulstrup Mortensen, Ekstraordinært stort overskud på betalingsbalancen er midlertidigt, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 20, november 2017.

**Stor opsparing i den private sektor forårsager betalingsbalanceoverskud** Figur 8



Anm.: Nettofordringserhvervelser (korrigeret for skattebetalinger i forbindelse med omlægning af pensionsordninger i 2013-15) for offentlig og privat sektor.  
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Husholdningerne er tilbageholdende** Figur 9



Anm.: Forbrugskvoten er opgjort som et gennemsnit over det pågældende og tre tidligere kvartaler. Forbrugskvoten er forbrug over disponibel indkomst, hvor disponibel indkomst er korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparing i 2013-15.  
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

gang i indkomst til forbrug, men sparer i stedet op i et betydeligt omfang. Det private forbrug udgør en mindre del af husholdningernes disponible indkomst sammenlignet med tidligere, jf. figur 9.

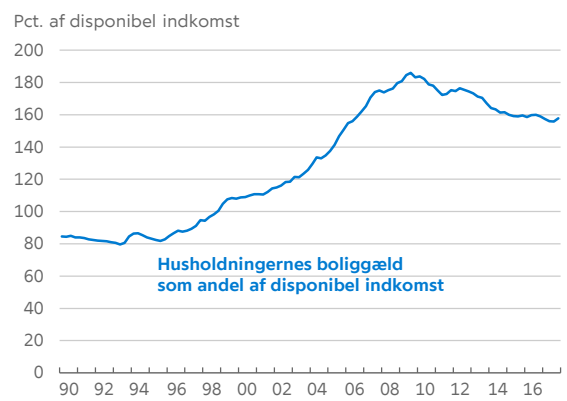
Når husholdningerne holder lidt igen med forbruget, lægger det en dæmper på væksten i efterspørgslen, og det har indtil videre bidraget til at moderere opsvinget.

Den forsigtige forbrugsadfærd kan bl.a. hænge sammen med et ønske om at nedbringe gæld, som husholdningerne opbyggede igennem 2000'erne. Set i forhold til indkomsten er den samlede bolig-gæld stadig høj, jf. figur 10. Det viser, at ændringer i husholdningernes balancer kan strække sig over længere perioder.

I takt med den fortsatte opsparing og stigende boligpriser er husholdningernes formue forøget. Det udgør sammen med den fortsatte fremgang i økonomien og høj tillid blandt forbrugerne et stort potentiale for et øget privat forbrug.

På det seneste er renterne steget lidt. Det gælder især de lidt længere renter, bl.a. renterne på 30-årige realkreditlån, jf. figur 11. Selv om markedsforventningerne til renterne er, at de fortsat stiger gradvist, forventes renteniveauet at forblive meget lavt i de kommende år. Lidt højere renter kan lægge

**Husholdningernes gæld er stadig høj trods flere års konsolidering** Figur 10



Anm.: Disponibel indkomst (4 kvartalers glidende gennemsnit) er i beregningen korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparing i 2013-15.  
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

en dæmper på det private forbrug og investeringer, men med det lave renteniveau stimuleres efterspørgslen stadig betydeligt.

I takt med at boligpriserne stiger, er boliginvesteringerne øget. Det gælder for både nybyggeri og hovedreparationer og er særlig tydeligt omkring ho-



vedstadsområdet, hvor boligpriserne også er steget mest. Frem mod 2021 kan der blive tale om særlig øget boligbyggeri som følge af skatteaftalen fra maj sidste år, der gør det fordelagtigt for entreprenører at sælge en nybygget bolig før 2021. Hvis det sker, kan det øge aktiviteten i bygge- og anlægserhvervene, hvor der allerede nu er tegn på øget mangel på arbejdskraft.

Erhvervsinvesteringerne er overordnet set afstemt med konjunktoren. De private investeringer ventes fortsat at stige i takt med, at kapacitetsudnyttelsen strammer mere til. Det gælder særligt materielinvesteringer, mens behovet for erhvervsbyggeri holdes nede af ledige lokaler. Samtidig kan boliginvesteringer, der fremrykkes for at få dem gjort færdig før 2021, fortrænge andre bygge- og anlægsinvesteringer, hvis der ikke er tilstrækkelig arbejdskraft.

### Produktion og beskæftigelse trækkes især af privat forbrug og eksport

Væksten i BNP ventes i år at blive 1,9 pct. omtrent som i de to foregående år. Eksporten vil sammen med det private forbrug udgøre den primære drivkraft bag BNP i de kommende år, og der ventes en BNP-vækst på 1,8 pct. til næste år og 1,7 pct. i 2020, jf. figur 12. Det er lidt højere end væksten i produktionspotentialet, og produktionsgabets skønnes gradvist at blive udvidet til 1,4 pct. i 2020.

Beskæftigelsen ventes at stige med 75.000 personer frem mod udgangen af 2020, hvor den ventes at ligge ca. 35.000 personer over sit strukturelle niveau. Væksten i timeproduktiviteten i de private byerhverv forudsættes dermed at blive en anelse højere end i de foregående år, men stadig lav sammenlignet med tidligere opsving, jf. figur 13.

### Boligmarkedet er i fremgang i det meste af landet

Der har siden 2012 været fremgang på det danske boligmarked med stigende priser og omsætning. I begyndelsen var det koncentreret i de større byer, men er nu bredt fordelt geografisk. Det understøtter fremgangen i økonomien.

Prisstigningerne på ejerlejligheder i især hovedstaden er fortsat høje. Det er bekymrende, da prisniveauet vurderes at være højere, end udviklingen i de disponible indkomster og renter tilsiger. Samtidig finansieres boliger i København oftere end i resten af landet med mere risikable låntyper. Det øger boligernes rentefølsomhed.

Renterne er lave

Figur 11

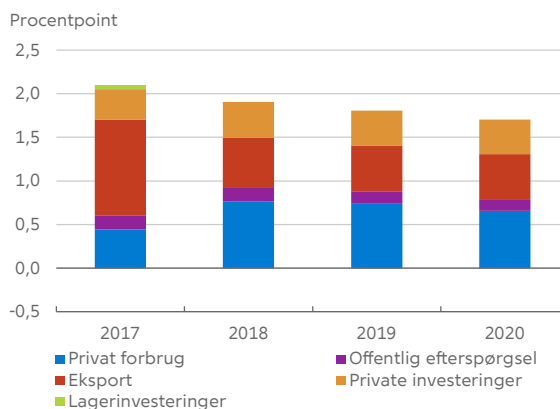


Anm.: Serien viser den effektive rente på skiftende benchmarkobligationer.

Kilde: Nasdaq OMX og egne beregninger.

Væksten trækkes af det private forbrug og eksporten

Figur 12



Anm.: Importkorrigerede vækstbidrag.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Fremgangen på boligmarkedet viser sig også i omsætningen, der ikke har været højere de seneste ti år. Samtidig falder udbuddet af boliger til salg fortsat på landsplan, og det samme gælder liggetiderne. Der er dog betydelige geografiske forskelle. I nogle områder af landet er udbuddet af boliger til salg fortsat højt og liggetiderne lange.

Med justeringen af god skik-reglerne er der fra årsskiftet lagt restriktioner på valg af låntype for boligkøbere, der har stor gæld i forhold til indkomsten og ejendommens værdi, såkaldte makroprudentielle

tiltag. Det sker for at styrke den finansielle stabilitet og kan sammen med den ændrede boligbeskatning, der blev vedtaget i foråret 2017, medvirke til at tage toppen af prisstigningstakten på især ejerlejligheder i de større byer. Det er afgørende for en jævn udvikling, at de makroprudentielle tiltag indføres, før der er opbygget store ubalancer på boligmarkedet.

Det illustreres af udviklingen i Sverige og Norge. Prisstigningerne på boliger i såvel Stockholm som Oslo har gennem en længere årrække været markant større end i København, ligesom også prisniveauerne er højere. Udviklingen vendte for et halvt års tid siden, og priserne har siden været faldende i begge byer. Baggrunden er bl.a., at der er gennemført forskellige makroprudentielle tiltag, samt et større udbud af nybyggede boliger. Begge dele kan have bidraget til vendingen.

Med positive udsigter for dansk økonomi og stadig lave renter forventes boligpriserne at fortsætte med at stige de kommende år, men geografisk bredere udbredt end hidtil under opsvinget<sup>5</sup>. Det bidrager såvel justeringen af god skik-reglerne som den ny boligbeskatning til. Priserne på enfamiliehuse skønnes på den baggrund af stige med ca. 3 pct. årligt på landsplan frem til 2019 og lidt mindre i 2020.

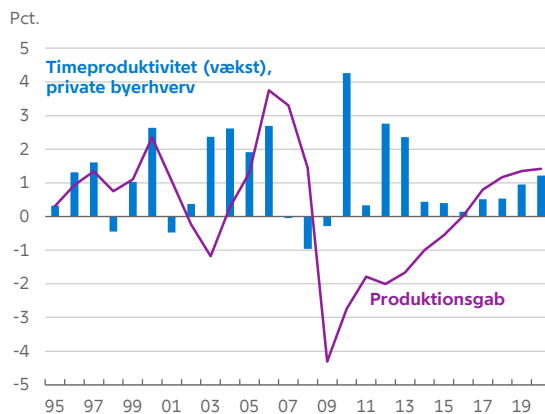
#### Udsigt til større offentligt underskud

I 2017 var der et overskud på den offentlige saldo på 0,5 pct. af BNP. Den fortsatte konjunkturfremgang vil isoleret set forbedre stillingen på den offentlige saldo frem mod 2020. Udbetalinger af tidligere indbetalt efterlønsbidrag for personer, som vælger at træde ud af efterlønsordningen, og den ekstraordinære tilbagebetaling af ejendomsskat i forbindelse med indførelsen af det nye ejendomsvurderingssystem betyder dog, at den offentlige saldo samlet forværres i år og til næste år. Det skyldes også et mindre forventet provenu fra pensionsafkastskatten. Overskuddet på den offentlige saldo ventes derfor vendt til et underskud på henholdsvis 0,9 og 1,0 pct. af BNP i år og næste år og 0,6 pct. af BNP i 2020.

Den strukturelle saldo forventes at udvise et lille underskud i alle årene frem mod 2020. Selv et pænt stykke ind i højkonjunktoren er der således udsigt til underskud på den offentlige saldo, både den faktiske

#### Lidt højere vækst i timeproduktiviteten i de kommende år

Figur 13



Anm.: Timeproduktiviteten er opgjort som bruttoværditilvækst pr. præsteret time.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

og den strukturelle. Det giver et svagere udgangspunkt for finanspolitikken ved en fremtidig afmatning.

#### Indenlandske risici er opadrettede, mens de eksterne er balancerede

Husholdningerne forbruger kun en lav andel af deres indkomst set i et længere perspektiv, og formuerne er høje. Det giver et potentiale for en kraftigere fremgang i det private forbrug end forventet i prognosen. De kommende år får husholdningerne desuden en række engangsudbetalinger i form af tilbageførsel af tidligere betalt boligskat og udbetalinger i forbindelse med frivillig udmeldelse af efterlønsordningen. Begge kan skubbe yderligere til forbruget. Udviklingen på boligmarkedet kan forstærke risikoen, især hvis de kraftige prisstigninger i hovedstaden spreder sig til større dele af landet.

En stærkere forbrugsvækst end forventet i en situation, hvor økonomien befinder sig i en højkonjunktur, kan medføre, at der opstår udbredt mangel på arbejdskraft. Det kan få lønningerne til at stige uhenigtsmæssigt kraftigt og dermed svække konkurrenceevnen. Der er kun få ledige arbejdskraftreserver tilbage, og det er ikke sikkert, at arbejdsstyrken kan

<sup>5</sup> Se Simon Juul Hviid, A regional model of the Danish housing market, Danmarks Nationalbank Working Paper, nr. 121, november 2017.

øges tilstrækkeligt i et scenarie, hvor væksten er noget højere end forudset i prognosen. En sådan situation forstærkes, hvis efterspørgslen fra udlandet samtidig bliver større end ventet.

Omvendt knytter prognosens nedadrettede risici sig hovedsageligt til udviklingen i udlandet. I USA er der vedtaget en række finanspolitiske tiltag, der udvider det i forvejen store budgetunderskud og indebærer en risiko for, at amerikansk økonomi kan blive overophedet. En overophedning og/eller statsfinansielle ubalancer i USA kan medføre rentestigninger på kortere sigt og en markant lavkonjunktur nogle år senere – i en situation med begrænsede muligheder for at afbøde recessionen via finanspolitikken. Det vil ramme det danske boligmarked og eksporten.

Protektionistiske ideer har de seneste år fyldt en del i den internationale økonomisk-politiske debat. Senest har den amerikanske præsident indført en told på stål og aluminium. Kommer der større protektionistiske tiltag, der hæmmer verdenshandlen, har det potentialet til på længere sigt at ramme dansk økonomi hårdt. Danmark er afhængig af handel med udlandet. En stor del af det igangværende opsving og udsigten til fortsat fremgang skyldes udenlandsk efterspørgsel efter danske varer og tjenester og danske virksomheders og forbrugeres adgang til udenlandsk producerede varer. Adgang til udenlandske markeder er selve fundamentet for den danske velstand.

## Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2017	2018	2019	2020	2017		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP	2,1	1,9	1,8	1,7	-1,2	-0,8	1,0
Privat forbrug <sup>1</sup>	1,5	2,2	2,3	2,2	0,4	-1,1	1,3
Offentligt forbrug	1,1	1,0	0,8	0,8	0,3	0,1	1,0
Boliginvesteringer	4,8	4,2	3,8	4,0	0,9	1,4	5,2
Offentlige investeringer	-4,5	-1,1	0,2	0,5	4,6	-3,5	6,4
Erhvervsinvesteringer	3,9	3,6	4,7	4,9	3,7	2,8	-1,9
Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	0,4
Eksport	4,6	2,1	2,7	2,9	-2,3	-0,7	1,3
Industrieksport	6,9	2,8	3,6	3,7	2,4	-1,7	0,3
Import	4,1	2,5	3,8	3,9	0,7	-0,3	2,5
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.923	2.963	2.989	3.008	2.917	2.929	2.942
Ledighed, brutto, 1.000 personer	117	109	102	97	116	119	115
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,5	7,7	7,3	6,8	8,4	7,2	6,7
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,5	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-1,1	2,3
Huspriser <sup>3</sup> , pct. år-år	3,9	3,2	2,8	2,5	4,4	3,9	3,7
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	1,1	0,7	1,5	1,6	0,7	1,5	1,2
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,1	2,5	3,0	3,3	2,0	2,3	2,0

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

2. Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## International baggrund

Opsvinget i verdensøkonomien er tiltaget det seneste år. Den globale BNP-vækst skønnes i 2018 at blive den højeste i otte år og væsentligt over det historiske gennemsnit. Den ledige kapacitet på arbejdsmarkedene i USA og euroområdet er blevet reduceret, men løn- og prispresset har indtil videre været moderat. Da tillidsindikatorerne er stærke, kan der opstå en mere positiv vækstspiral end ventet, mens yderligere korrektioner på de finansielle markeder, følgevirkninger af pengepolitisk normalisering, geopolitiske spændinger, protektionisme og øget gældsætning udgør nedadrettede risici. I USA er der en særlig risiko for, at den meget lempelige finanspolitik kan medføre en kraftig højkonjunktur, som efterfølges af et tilbageslag.

### Opsvinget i international økonomi tager fart

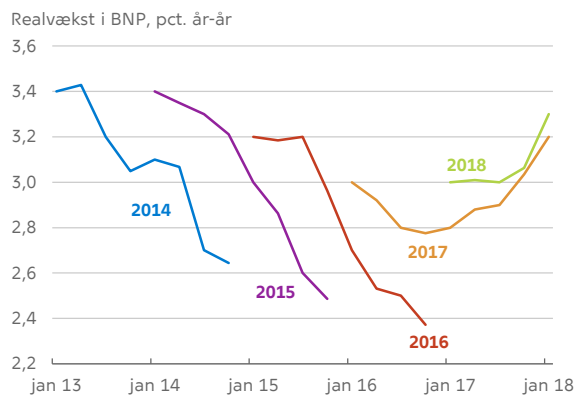
Det igangværende globale opsving har vundet styrke det seneste år. Det er bredt funderet på tværs af lande, og væksten i verdenshandlen er stigende. Det private forbrug bidrager væsentligt til den globale BNP-vækst og understøttes af høje aktivpriser, stærke tillidsindikatorer og lave renter.

Væksten i USA og euroområdet er steget siden sommeren 2016. I USA er årsstigningstakten i BNP gradvist forøget fra 1,2 pct. i 2. kvartal 2016 til 2,5 pct. i 4. kvartal 2017. Til sammenligning er væksten i euroområdet steget fra 1,8 til 2,7 pct. i samme periode. Vækstfremgangen kan i USA primært henføres til investeringer. Det skyldes bl.a., at den amerikanske olieindustri har øget sine investeringer i takt med de stigende oliepriser. I euroområdet kan vækstfremgangen tilskrives stigende eksport i kølvandet på det globale opsving. I Storbritannien er væksten til gengæld aftaget siden Brexit-afstemningen i juni 2016, bl.a. som følge af et afdæmpet privat forbrug. Et svækket pund og stigende inflation har bidraget til, at reallønnen er faldet, og har dermed været med til at udhule forbrugernes købekraft. Blandt vækstøkonomierne stiger den økonomiske aktivitet i Indien og Kina kraftigt, mens vækstraterne er beskedne i Brasilien og Rusland.

Opsvinget har på det seneste udviklet sig stærkere end forventet, og de økonomiske prognoser er blevet opjusteret, jf. figur 14. Dermed er flere års tendens til at nedjustere vækstudsigterne blevet brudt. Den globale vækst forventes i 2018 at blive 3,3 pct. Det er det højeste siden 2010 og klart over gennemsnittet på 2,8 pct. de seneste 30 år.

Flere års nedjusteringer i de økonomiske prognoser er brudt

Figur 14



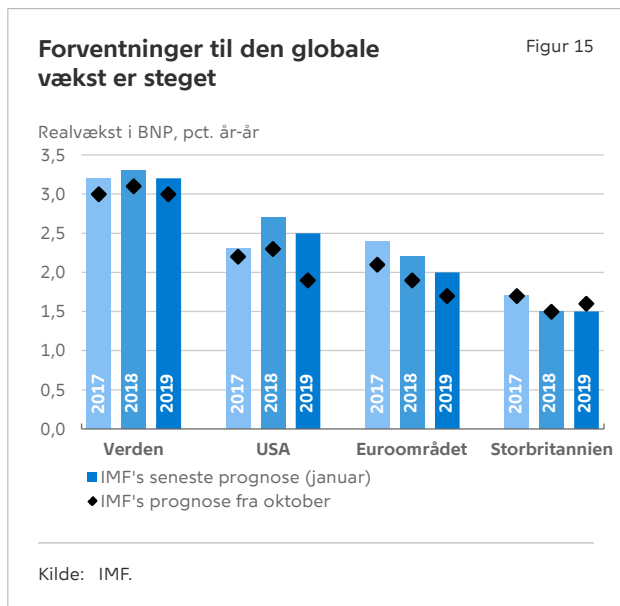
Anm.: Hver linje viser udviklingen i IMF's officielle skøn for den globale BNP-vækst i et givet år.

Kilde: IMF.

Især de amerikanske vækstskøn er blevet revideret op, jf. figur 15. Det skyldes hovedsageligt skattereformen, der blev vedtaget i december, og som bl.a. reducerer selskabs- og personskatterne.

Den Internationale Valutafond, IMF, vurderer, at især den lavere selskabsskat og en midlertidig mulighed for at straksafskrive investeringsudgifter på kort sigt vil føre til en højere efterspørgsel i USA. De skønner, at skattereformen isoleret set vil øge amerikansk BNP med 1,2 pct. over de næste tre år. Skattereformen vil også øge den økonomiske aktivitet i resten af verden via højere eksport til USA. Ifølge IMF kan halvdelen af den globale opjustering i de kommende to år tilskrives den amerikanske skattereform. På lidt længere sigt vil en del af løftet i det amerikanske BNP blive reverseret, bl.a. fordi skattereformen vil øge budgetunderskuddet og derfor kræve finanspolitiske stramninger.

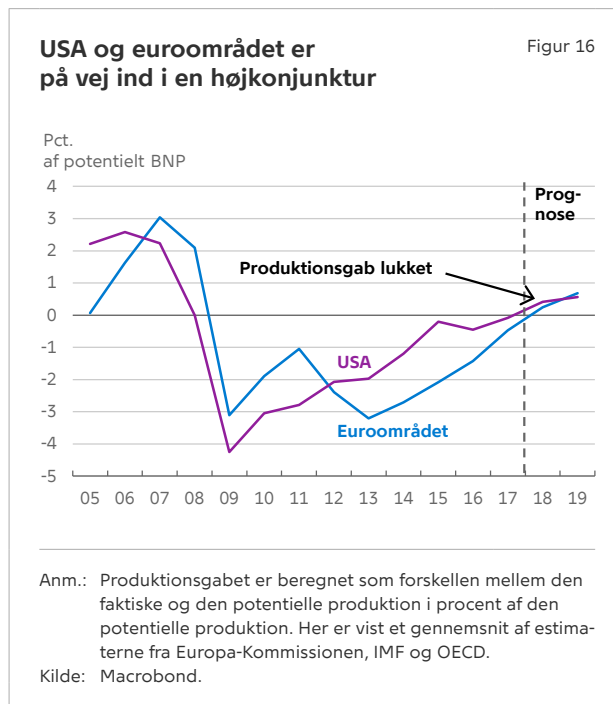
Både USA og euroområdet ventes at bevæge sig ind i en moderat højkonjunktur de kommende år, hvor den faktiske produktion kun ligger lidt over det potentielle niveau, jf. figur 16. Det er et noget mere afdæmpet forløb end i midten af 2000'erne. I USA vedtog Kongressen den 9. februar en 2-årig rammeaftale, som øger udgiftsloftet i finansårene 2018 og 2019 svarende til omtrent 0,7 pct. af BNP i begge år, dvs. en forøgelse af gælden på 1,4 pct. af BNP. Det forventes, at aftalen udmønter sig i en egentlig bevilningsaftale i slutningen af marts og dermed større offentligt forbrug. På kort sigt vil det øge BNP-væksten,



mens budgetunderskuddet vil stige. Der er en risiko for, at allerede aftalte finanspolitiske lempelser og en eventuel aftale om investeringer i infrastrukturen kan skubbe på højkonjunktoren i en grad, så det afføder mere abrupte rentestigninger.

Også statsfinansielle ubalancer kan skubbe renterne op. Den amerikanske statsgæld er steget fra 35 pct. af BNP i 2007 til knap 80 pct. af BNP i 2017, hvilket er det højeste niveau siden årene efter 2. Verdenskrig. Det føderale budgetunderskud ventes at overstige 4 pct. af BNP i år og blive endnu større i de kommende år. Dermed er der risiko for, at det næste tilbageslag i amerikansk økonomi kommer på et tidspunkt, hvor budgetunderskuddet og den offentlige gæld i forvejen er store. Det begrænser mulighederne for at afbøde recessionen via finanspolitik.

En central forudsætning for et sundt vækstforløb er, at væksten aftager, efterhånden som det bliver vanskeligere at trække ressourcer ind i økonomien. Den amerikanske økonomi er længere fremme i konjunkturcyklen end euroområdet, men trods lidt lavere vækst i perioden er produktionsgab i euroområdet blevet indsnævret hurtigere end i USA siden 2013. Det afspejler bl.a. en større demografisk modvind i euroområdet.<sup>6</sup>



IMF ser risiciene til den globale prognose som balancerede på kort sigt, men på mellemlangt sigt dominerer de negative risici, herunder effekten af pludselige rentestigninger, yderligere korrektioner i prisfastsættelsen af finansielle aktiver, geopolitiske spændinger og protektionisme. Den amerikanske administrations beslutning om at lægge told på import af stål og aluminium har øget risikoen for en eskalering, hvor flere lande indfører nye handelsbarrierer.

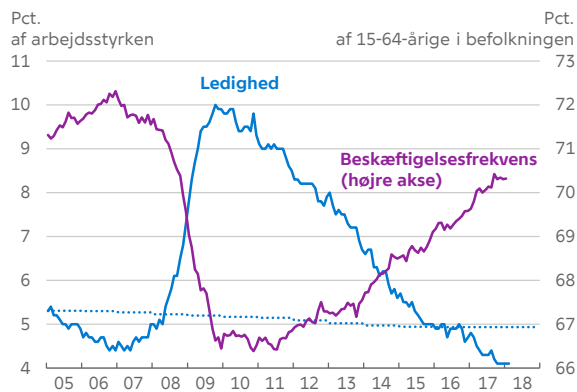
### Stigende pres på arbejdsmarkedet i USA og euroområdet

Det amerikanske arbejdsmarked har været i klar bedring siden krisen, og ledigheden er nu 4,1 pct. mod 10,0 pct. i efteråret 2009, jf. figur 17. Det er lavere end det strukturelle niveau og indikerer, at der kan komme et opadgående pres på lønningerne. Beskæftigelsesfrekvensen er dog lavere end før krisen, og det kan betyde, at det fortsat er muligt at få personer uden for arbejdsstyrken i beskæftigelse. Det kan være en af forklaringerne på, at de nominelle lønstigninger indtil videre har været moderate.

<sup>6</sup> Jf. Christian Ellermann-Aarslev, Tina Saaby Hvolbøl og Erik Haller Pedersen, Væksten i velstand er i demografisk modvind, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar 2018.

### Få ledige ressourcer på det amerikanske arbejdsmarked

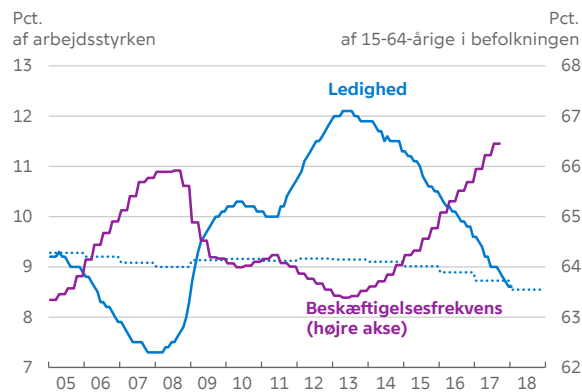
Figur 17



Anm.: Den prikkede linje angiver OECD's skøn for den strukturelle ledighed.  
Kilde: Macrobond.

### Stigende pres på arbejdsmarkedet i euroområdet

Figur 18



Anm.: Den prikkede linje angiver OECD's skøn for den strukturelle ledighed.  
Kilde: Macrobond.

Der har også været fremgang på euroområdets arbejdsmarkeder, men opsvinget er kommet senere, fordi nogle eurolande efter finanskrisen blev hårdt ramt af gældskrisen. Ledigheden toppede med 12,1 pct. i begyndelsen af 2013 og er nu faldet til 8,6 pct., jf. figur 18. På trods af den relativt høje ledighed melder stadig flere virksomheder om mangel på arbejdskraft. Det afspejler, at ledigheden er tæt på det strukturelle niveau, som i euroområdet er højere end i USA. Beskæftigelsesfrekvensen er over niveauet før krisen, hvilket bl.a. skyldes, at flere eurolande har gennemført arbejdsmarkedsreformer. Ligesom i USA har det nominelle lønpres i euroområdet indtil videre været afdæmpet.

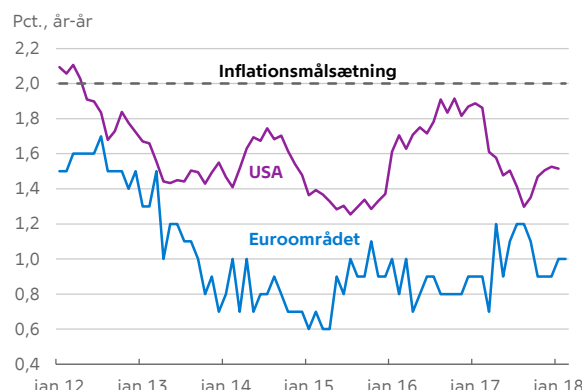
### Energipriser driver inflationsudviklingen i euroområdet

Det underliggende prispres har gennem længere tid været lavt i både USA og euroområdet. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisindexet renset for energi og fødevarer, har begge steder ligget under 2 pct. i mere end fem år, jf. figur 19.

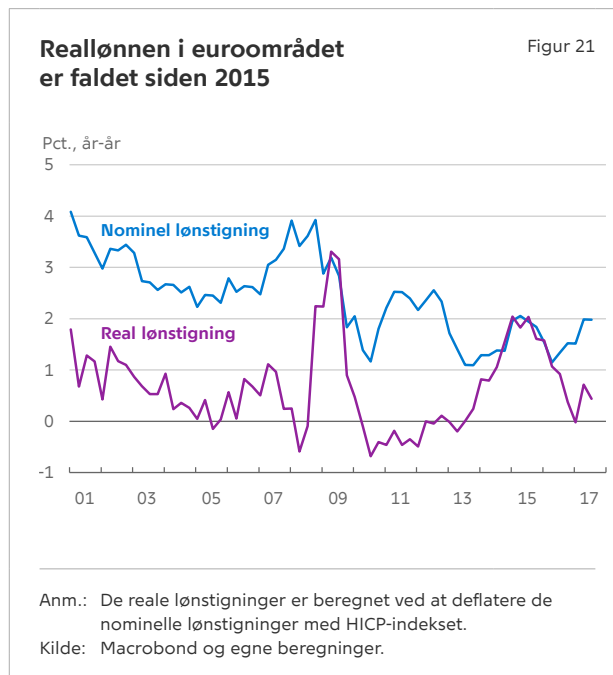
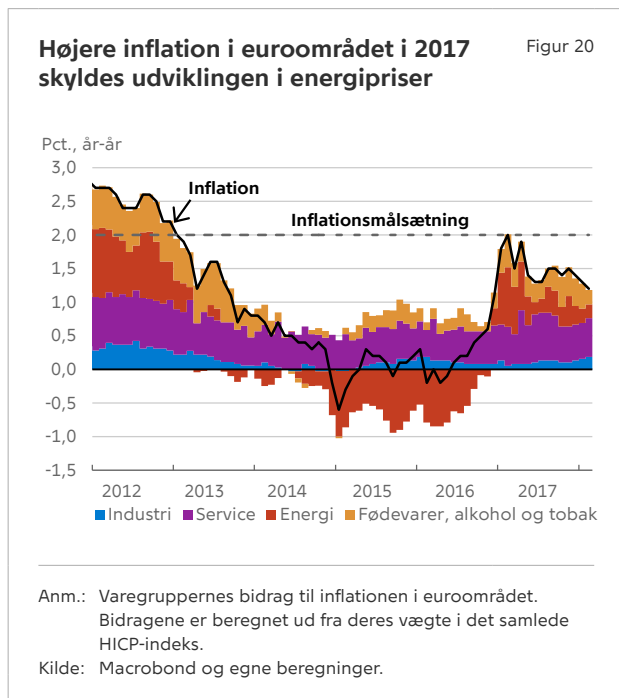
Den årlige stigningstakt i forbrugerprisindexet, HICP, i euroområdet var omkring 1,5 pct. i 2017 efter at have ligget omkring 0 i de foregående år, jf. figur 20. Udviklingen var drevet af en stigning i energipriserne. Det skyldes bl.a., at en stigende efterspørgsel i den globale økonomi, OPEC's og Ruslands aftale om at reducere olieproduktionen samt faldende amerikanske olielagre har bidraget til at reversere oliepriserne ef-

### Lav kerneinflation i USA og euroområdet

Figur 19



Anm.: HICP ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak for euroområdet og privatforbrugsdeflatoren, PCE, ekskl. energi og fødevarer for USA.  
Kilde: Macrobond.



ter store fald de foregående år. Modsat har en styrket euro i 2017 trukket i retning af lavere inflation.

Mens den nominelle lønstigningstakt har været lav siden 2013, steg reallønsvæksten frem til 2015, jf. figur 21. Den langvarige periode med lav inflation har formentlig sat sig i inflationsforventningerne og bidraget til at holde lønkravene nede.

En faldende reallønsvækst i euroområdet siden 2015 kan fremadrettet medføre større nominelle lønkrav og dermed højere underliggende inflation. Begrænset ledig kapacitet på arbejdsmarkedet trækker også i retning af øget lønpres. I Tyskland er ledigheden 3,6 pct. og dermed blandt de laveste i euroområdet. De tyske lønstigninger har siden 2014 været højere end gennemsnittet i euroområdet. Der er for nyligt forhandlet en ny lønftale på plads for metalarbejdere, som typisk er retningsgivende for den tyske lønudvikling. Analytikere vurderer, at lønstigningerne i metalindustrien i 2018-19 vil ligge i omegnen af 3,5 pct., hvilket er noget over stigningstakten på 2,1 pct. i 2016 og 2,7 pct. i 2017.

**Normaliseringen af pengepolitikken i USA fortsætter – ECB nedskalerer sit opkøbsprogram**

Den pengepolitiske rente i USA er blevet sat op med 0,25 procentpoint fem gange siden december 2015, senest i december 2017. På det seneste møde i den pengepolitiske komite, FOMC, i slutningen af

januar fastholdt Federal Reserve renteintervallet på 1,25-1,50 pct. I sin renteprognose lægger FOMC op til tre rentestigninger i år og to i 2019. Det er lidt over markedsforventningerne, jf. figur 22, som dog siden december er rykket tættere på FOMC's skøn, bl.a. som følge af udsigt til højere vækst og inflation.

Derudover påbegyndte Federal Reserve, Fed, i oktober gradvist at nedbringe sin balance, der var steget kraftigt i forbindelse med finanskrisen som følge af opkøbsprogrammer. Der er fastsat grænser for, hvor hurtigt balancen kan nedbringes, som i begyndelsen var 6 mia. dollar pr. måned for statsgældspapirer og 4 mia. dollar for realkreditobligationer. Grænserne sættes op hver tredje måned, indtil de når henholdsvis 30 og 20 mia. dollar.

Der er ikke blevet annonceret et specifikt langsigtet niveau for balancens størrelse. Næstformanden for FOMC, William Dudley, har dog indikeret, at en normaliseret balance skal ligge i omegnen af 2.400-3.500 mia. dollar. Det nuværende niveau er omtrent 4.400 mia. dollar, hvor det i årene før krisen var under 1.000 mia. Fed estimerede forud for nedbringelsen, at deres samlede opkøbsprogrammer holder de amerikanske 10-årige statsrenter nede med 100 basispoint. Den effekt forventes gradvist at forsvinde over de kommende år i takt med, at Fed nedbringer sin balance.



I euroområdet har ECB fastholdt de pengepolitiske renter, men har fra årsskiftet halveret de månedlige nettoopkøb inden for opkøbsprogrammet til 30 mia. euro. Programmet er blevet forlænget med ni måneder til september 2018 med mulighed for yderligere at forlænge det, hvis ECB ikke ser mere overbevisende tegn på en vedvarende opadgående tendens i kerneinflationen. ECB har herudover meddelt, at den ikke forventer en rentestigning før et godt stykke tid efter, at opkøbene er afsluttet. Ligesom i USA er markedsforventningerne til rentestigninger i euroområdet blevet fremrykket. Nu forventes den pengepolitiske rente at blive positiv efter december 2019 mod juni 2020 umiddelbart efter det pengepolitiske møde i december 2017.

### De finansielle forhold er meget lempelige

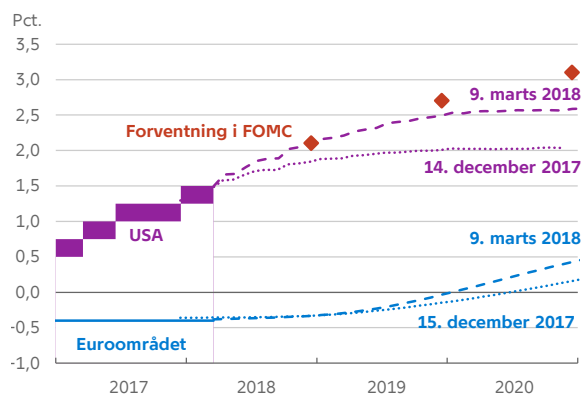
De finansielle forhold i USA og euroområdet er meget lempelige. Værdiansættelserne på tværs af aktivklasser er steget markant de seneste par år, fordi de økonomiske udsigter er forbedret, og fordi søgen efter afkast har ført til lavere risikopræmier. Risikopræmien er i USA tæt på det laveste niveau siden august 2007 og væsentligt under gennemsnittet over det seneste årti. Med undtagelse af et par uger i juni 2015 gør det samme sig gældende for risikopræmien i euroområdet.

Efter en lang periode med betydelige kursstigninger kom der en korrektion på aktiemarkedet i begyndelsen af februar. Det amerikanske S&P-indeks faldt med 8,6 pct. i løbet af den første uge af februar, mens det ledende europæiske aktieindeks, EuroStoxx, faldt med 6,4 pct. Aktiekurserne forblev dog klart over, hvad de var før finanskrisen i nominelle termer og målt ved pris-indtjeningsforholdet, P/E. I USA svarede faldet til de foregående tre måneders stigning, mens faldet i euroområdet svarede til stigningen over det forgangne år. Korrektionen på aktiemarkederne skal ses i lyset af, at markedet nu forventer større fremtidige rentestigninger. Siden har aktiekurserne i USA rettet sig noget op igen, jf. figur 23.

I forbindelse med korrektionen på aktiemarkederne steg volatiliteten, som er et udtryk for usikkerhed på de finansielle markeder. Volatiliteten var meget lav fra midten af 2016 frem til slutningen af januar, hvor den lå på et 50-års lavpunkt. Den implicitte markedsvolatilitet, målt ved VIX, steg i begyndelsen af februar til det højeste niveau siden august 2015 (hvor uro på det kinesiske aktiemarked spredte sig globalt), jf. figur 24. Niveaueet var dog stadig noget lavere end

Forventninger om flere rentestigninger i USA

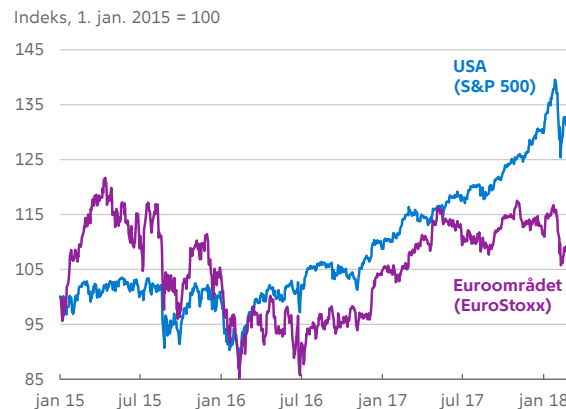
Figur 22



Anm.: For USA er vist intervallet for Fed funds target rate, og for euroområdet er vist ECB's indlånsrente. De prikkede linjer angiver markedsforventninger baseret på futurespriser dagen efter de respektive pengepolitiske møder i december. Kilde: Bloomberg og Federal Reserve.

Korrektion på aktiemarkederne efter en længere periode med stigninger

Figur 23



Kilde: Macrobond.



**Periode med lav implicit volatilitet siden midten af 2016**

Figur 24



Anm.: VIX-indekset er den implicitte volatilitet på optioner baseret på S&P 500.  
Kilde: Macrobond.

under finanskrisen i efteråret 2008, og indekset ligger nu under gennemsnittet siden 1990.

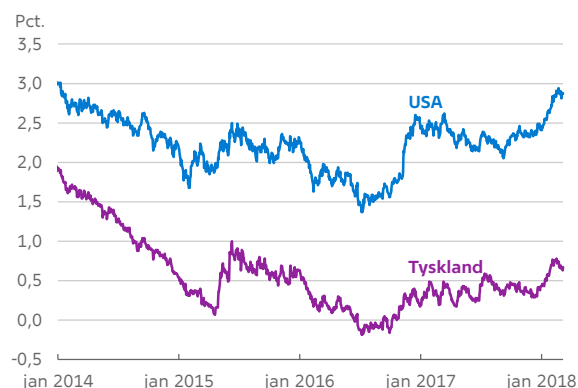
De lempelige finansielle forhold har ført til en vis bekymring blandt flere internationale institutioner, fx IMF og OECD. Det skyldes, at de nuværende forhold kan øge de systemiske risici gennem overdreven risikotagning. Markedsdeltagerne synes at være opmærksomme på risikoen, hvis man skal dømme ud fra fx stigningen i SKEW-indekset, et mål for investorernes ønske om at forsikre sig mod negative markedsstød.

De lange statsrenter er steget betydeligt efter at have været lave ved årsskiftet, jf. figur 25. Det afspejler bl.a., at markederne forventer hurtigere pengepolitiske rentestigninger som følge af højere vækst- og inflations-tal. De amerikanske statsrenter er nu omtrent tilbage på, hvad de var i begyndelsen af 2014, mens de tyske renter er på niveau med efteråret 2015.

Blandt G7-landenes valutaer er euroen blevet styrket mest i 2017, jf. figur 26. Understøttet af aftagende politiske risici og stærke makroøkonomiske nøgletal blev euroen styrket med 8,1 pct. i 2017 målt ved den nominelle effektive valutakurs. Dollaren er løbende blevet svækket siden begyndelsen af 2017. Det afspejler bl.a. en apreciering af andre valutaer i kølvandet på stærkere økonomisk fremgang end ventet. Desuden kan dollaren være påvirket af den amerikanske administrations udtalelser om, at dollaren er overvurderet.

**10-årige statsrenter er steget**

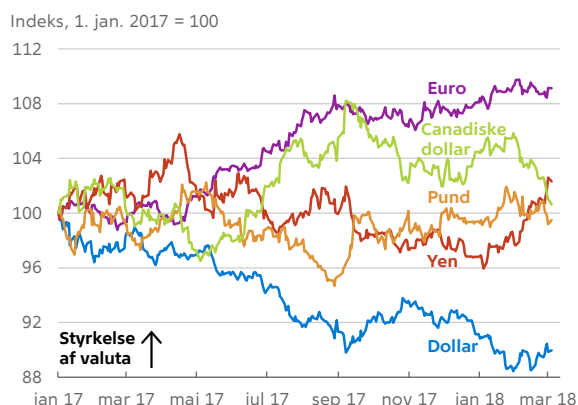
Figur 25



Kilde: Macrobond.

**Euroen blev styrket i 2017**

Figur 26



Anm.: Nominelle effektive valutakurser.  
Kilde: Macrobond.

## Appendiks: Antagelser og revisioner i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2017. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

### International økonomi

Prognoserne fra de internationale organisationer er revideret op siden prognosen i september. Særligt er de amerikanske vækstsøn blevet opjusteret som følge af vedtagelsen af skattereformen i december. Eksportmarkedsvæksten er på den baggrund opjusteret lidt i de kommende år. Væksten på markederne for den danske industrieksport ventes at blive

4,2 pct. i år og henholdsvis 4,1 og 4,0 pct. i 2019 og 2020, jf. tabel A1.

Lønstigningerne i udlandet forventes at være moderate. Eksportpriserne i de lande, som Danmark importerer fra, forventes kun at stige behersket.

### Renter, valuta og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Pengemarkedsrenten målt ved T/N-renten bliver fremskrevet med en 3-måneders Cita-swaprente. Den ventes at blive positiv i begyndelsen af 2020.

### Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2017	2018	2019	2020
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	4,3	4,2	4,1	4,0
Udenlandsk pris <sup>1</sup> , pct. år-år	3,3	1,9	1,5	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,1	2,3	2,4	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,5	-0,5	-0,3	0,2
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,7	0,9	1,3	1,7
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	102,1	103,9	103,9	103,9
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,6	6,1	6,1	6,1
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	54,3	66,5	62,8	59,9
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	1,1	1,0	0,8	0,8
Offentlige investeringer, pct. år-år	-4,5	-1,1	0,2	0,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.	818	820	821	821

<sup>1</sup> Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til. I prognosen forudsættes de samme vækstrater for de sammenvejede eksportpriser for de lande, Danmark importerer fra.

Den gennemsnitlige obligationsrente (gennemsnit af de effektive renter på stats- og realkreditobligationer) ventes at stige gennem prognoseperioden fra et udgangspunkt på 0,8 pct. op til 1,8 pct. ved udgangen af 2020.

I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

I slutningen af februar 2018 lå olieprisen omkring 67 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, hvilket indebærer en svagt faldende profil frem mod slutningen af 2020.

### Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt den tilrettelagte finanspolitik i finansloven for 2018. Derudover er de nyligt indgåede politiske aftaler, herunder forsvarsforliget fra januar og skatteaftalen fra februar 2018, indarbejdet.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 1,0 pct. og 0,8 pct. i både 2019 og 2020. De offentlige investeringer antages at falde 1,1 pct. i år og stige med henholdsvis 0,2 og 0,5 pct. i 2019 og 2020, jf. tabel A1.

### Revisioner i forhold til seneste prognose

Den lidt stærkere krone end forudsat i seneste prognose tilsiger en svagere vækst i 2018, mens en stærkere eksportmarkedsvækst trækker op. Ændrede forudsætninger påvirker kun i et lille omfang prognosen i 2019, jf. tabel A.2.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er for 2018 og 2019 justeret ned. Nedjusteringen skyldes primært, at priserne for uforarbejdede fødevarer og indenlandsk markedsbestemte priser har på det seneste udviklet sig svagere end ventet, hvilket påvirker årsstigningstakten for 2018 markant (såkaldt underhæng). Desuden er de skønnede stigninger i huslejen nedjusteret for 2018.

### Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel A2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Prognose fra december 2017	2,3	1,8	1,7	1,0	1,4	1,7
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Renteudvikling	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,3	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Oliepriser	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,5	-0,1
Andre faktorer	-0,3	0,3	0,0	-0,1	-1,1	-0,1
Denne prognose	2,1	1,9	1,8	1,1	0,7	1,5

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke stemmer helt. Posten "Andre faktorer" omfatter også datarevisioner.

## OM ANALYSE



Som en konsekvens af Nationalbankens rolle i samfundet udarbejdes analyser af økonomiske og finansielle forhold.

Analyserne udkommer løbende og omfatter bl.a. vurderinger af den aktuelle konjunktursituation og den finansielle stabilitet.

---

DANMARKS NATIONALBANK  
HAVNEGADE 5  
1093 KØBENHAVN K  
[WWW.NATIONALBANKEN.DK](http://WWW.NATIONALBANKEN.DK)

Redaktionen er afsluttet  
9. marts 2018



**DANMARKS  
NATIONALBANK**