

# DANMARKS NATIONALBANK

15. MARTS 2017 — NR. 5

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI – MARTS 2017

## Balanceret fremgang i dansk økonomi

- Dansk økonomi er inde i et balanceret opsving og bevæger sig gradvist ind i en højkonjunktur. Væksten vil være lavere end tidligere, fordi strukturelle forhold holder vækstmulighederne nede. Finanspolitikken bør ikke skubbe yderligere til efterspørgslen.
- Vækstforløbet forudsætter, at arbejdsudbuddet stiger som følge af allerede gennemførte reformer. Højere vækst på sigt kræver yderligere reformer, der kan hæve arbejdsudbuddet og produktiviteten, men potentialet er begrænset.
- Der kan komme større udsving i økonomien, hvis der opstår et kraftigt pres på arbejdsmarkedet. Også økonomisk politik i udlandet kan skubbe til vækstforløbet, herunder finanspolitikken i USA.

### INDHOLD

- 2 KONJUNKTUR-ANALYSEN PÅ EN SIDE
- 3 DANSK ØKONOMI
- 12 INTERNATIONAL BAGGRUND
- 17 APPENDIKS: ANTAGESER OG REVISION AF PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI



**1,6 pct.  
om året**

ventes det reale BNP  
at vokse med i perioden  
2017-19

Læs mere



**Ca. 60.000  
personer**

ventes beskæftigelsen  
at stige med frem mod  
udgangen af 2019

Læs mere



**Lidt højere  
lønstigninger**

er der udsigt til i de  
kommende år – det er  
der også plads til

Læs mere

### KONTAKT

**Niels Lynggård Hansen**  
Underdirektør og chef for  
Økonomi og Pengepolitik

*nlh@nationalbanken.dk*  
+45 3363 6571

ØKONOMI  
OG PENGEPOLITIK

## Konjunkturanalysen på en side

- Dansk økonomi befinder sig i en konjunkturmæssigt neutral position og er på vej ind i en højkonjunktur. Der er ikke større ubalancer i økonomien, som kan hæmme en fortsat stabil fremgang.
- Det globale konjunkturbillede har ikke ændret sig siden efteråret, så afsættet for udviklingen i dansk økonomi fremover er stadig gunstigt.
- Det reale BNP ventes i perioden 2017-19 at stige 1,6 pct. pr. år. Det er lidt mere end væksten i potentialet, så kapacitetspresset stiger en smule.
- Vækstpotentialet er begrænset, og hvis arbejdsstyrken ikke var vokset under opsvinget, ville væksttempoet allerede være gået ned.
- Finanspolitikken bør ikke skubbe yderligere til efterspørgslen. Hvis væksten skal op, er der behov for nye reformer, der kan øge arbejdsudbuddet og/eller produktiviteten, men potentialet er begrænset.
- Med afsæt i allerede gennemførte reformer fortsætter fremgangen i beskæftigelsen, men i langsommere tempo. Frem mod udgangen af 2019 ventes beskæftigelsen at stige med ca. 60.000 personer.
- Indikatorerne viser, at presset på arbejdsmarkedet stiger, især inden for bygge- og anlægserhvervet. Ophør af bolig-job-ordningen i 2018 vil bidrage til at mindske presset på bygge- og anlægsområdet.
- Lønstigningstakten er moderat og ventes kun at gå lidt op. Danske virksomheders konkurrenceevne er god, og de står godt rustet til at kunne udnytte den forventede fremgang på eksportmarkederne, såfremt den kvalificerede arbejdskraft er til rådighed.
- Reallønnen vil fortsat stige, men i langsommere tempo end i de seneste år. Forbrugerprisstigningerne er på vej til at blive normaliseret.
- På boligmarkedet set under ét er prisstigningstakten dæmpet en smule det seneste halve år. Situationen i København er anderledes. Her er prisstigningstakten stadig høj, og der er en risiko for, at den er drevet af selvpfyldende forventninger. Byggeaktiviteten i hovedstadsområdet vil hen ad vejen lægge en dæmper på prisudviklingen, i takt med at de nye boliger kommer på markedet.
- Der er både opad- og nedadrettede risici knyttet til prognosen. Bliver finanspolitikken i USA meget ekspansiv, kan det styrke dansk eksport til landet på kort sigt. Men er markedsreaktionen en abrupt stigning i den lange rente, kan det til gengæld ramme eksporten til andre markeder og den indenlandske efterspørgsel herhjemme.
- De indenlandske risici knytter sig hovedsagelig til, om det vil være muligt at skaffe tilstrækkelig med arbejdskraft til at dække den stigende efterspørgsel de kommende år.

### Centrale økonomiske størrelser

|                                     | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2016     |          |          |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|
|                                     |       |       |       |       | 2. kvrt. | 3. kvrt. | 4. kvrt. |
| BNP (realt), pct. år-år             | 1,1   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 0,3      | 0,7      | 0,2      |
| Beskæftigelse, 1.000 personer       | 2.877 | 2.916 | 2.936 | 2.950 | 2.871    | 2.882    | 2.894    |
| Ledighed, brutto, 1.000 personer    | 113   | 115   | 112   | 112   | 112      | 112      | 113      |
| Betalingsbalance, pct. af BNP       | 8,1   | 7,5   | 7,3   | 7,1   | 8,5      | 7,4      | 9,5      |
| Offentlig saldo, pct. af BNP        | -1,0  | -1,3  | -1,0  | -1,2  | -1,1     | -1,8     | 1,0      |
| Huspriser <sup>1</sup> , pct. år-år | 3,8   | 3,1   | 2,7   | 2,4   | 3,2      | 4,0      | 3,4      |
| Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år  | 0,0   | 1,4   | 1,7   | 1,7   | -0,1     | -0,1     | 0,2      |
| Timeløn (industrien), pct. år-år    | 2,2   | 2,5   | 2,7   | 3,0   | 2,2      | 2,1      | 2,4      |

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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Dansk økonomi

### Udsigt til fortsat balanceret vækst trods øget pres på kapaciteten

Dansk økonomi har været inde i et opsving siden slutningen af 2012 med støt, balanceret vækst i bruttonationalproduktet, BNP, og beskæftigelsen. Udviklingen skønnes at fortsætte. Det reale BNP voksede sidste år med 1,1 pct. Det var lidt langsommere end i det forudgående år, hovedsagelig som følge af en svagere udvikling i eksporten. Beskæftigelsen er øget med 135.000 personer siden begyndelsen af 2013, heraf alene 48.000 personer sidste år. Der er ikke større ubalancer i økonomien, og væksten ventes de kommende år at være tæt på, men lidt over, potentialet. Det reale BNP skønnes at vokse med 1,6 pct. både i år, næste år og i 2019.

Der er kun få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet, og produktionsgab, dvs. forskellen mellem faktisk og potentiel produktion, er lukket, jf. figur 1. Økonomien befinder sig dermed i en konjunkturmæssigt neutral position og er på vej ind i en højkonjunktur, hvor der vil blive større pres på arbejdskraftressourcerne og anden produktionskapacitet.

Den stigende efterspørgsel efter arbejdskraft vurderes som udgangspunkt at kunne dækkes af et øget arbejdsudbud, og der ventes kun en mindre lønacceleration. Ved udgangen af prognoseperioden i 2019 forventes BNP at ligge lidt over sit potentiale, og der vil ikke være flere ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Presset på kapaciteten vil således være moderat.

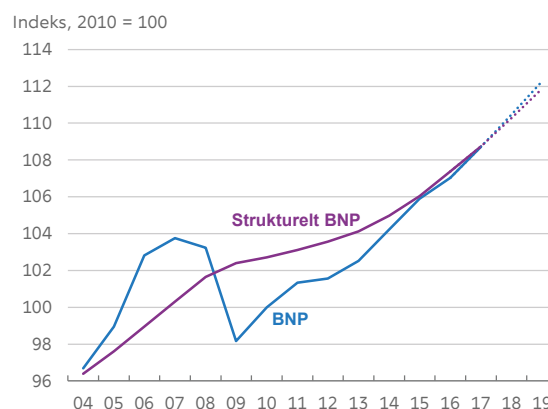
Med udsigt til et sådant forløb bør finanspolitikken ikke skubbe yderligere til væksten, men derimod medvirke til, at vækstforløbet forbliver balanceret. Da økonomien er tæt på en neutral konjunktur, er det hensigtsmæssigt, at der gradvis skabes balance på den strukturelle offentlige saldo over de kommende år.

### Vækst i økonomiens produktionspotentiale er begrænset

Der kan fremadrettet ikke forventes så høj en vækst i det reale BNP i et balanceret vækstforløb som i tidligere tider. Det skyldes, at vækstpotentialet er afhængigt af, hvordan strukturel beskæftigelse og produktivitet udvikler sig, og det går langsommere end tidligere.

### BNP er på konjunkturneutralt niveau

Figur 1



Anm.: Realt BNP. Det strukturelle BNP-niveau angiver det konjunkturneutralt niveau, hvor der ikke er et pres på produktionskapaciteten.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Velfærdsreformen fra 2006, der indekserede tilbage-  
trækningsalderen til levetiden, vil sammen med bl.a.  
tilbage-  
trækningsreformen fra 2011 skønsmæssigt  
bidrage til at øge arbejdsudbuddet med 100.000  
personer fra 2013 til 2020. Det modgår et underlig-  
gende fald i arbejdsstyrken som følge af aldringen af  
befolkningen. Reformerne har betydet, at de ældre  
aldersklasser bliver længere tid på arbejdsmarkedet.  
Den gennemsnitlige danske beskæftigelsesfrekvens  
er høj i en international sammenligning, men antallet  
af arbejdede timer pr. beskæftiget ligger under gen-  
 gennemsnittet for de avancerede økonomier. Den gene-  
relle tendens til en høj beskæftigelsesfrekvens følges  
af et lavere antal arbejdede timer pr. beskæftiget.

Den strukturelle beskæftigelse ventes de kommende  
år at bidrage med 0,2-0,3 procentpoint til BNP-  
væksten. Skal bidraget til væksten højere op, kræ-  
ver det nye reformer. Selv en begrænset yderligere  
forøgelse af tilbage-  
trækningsalderen kan give et  
væsentligt bidrag til arbejdsstyrken frem i tiden og  
dermed til væksten. Det samme er tilfældet, hvis det  
lykkes at øge indvandrernes erhvervsfrekvens eller at  
tiltrække mere kvalificeret arbejdskraft udefra.

Ud over udvidelsen af arbejdsstyrken er udviklingen i økonomiens produktionspotentiale bestemt af væksten i produktiviteten. Den har været svag i en årrække i kølvandet på finanskrisen i 2008. I prognoseperioden ventes en vækst i produktiviteten på op mod 1,1 pct. pr. år. Det svarer stort set til niveauet i perioden forud for krisen, men det er betydeligt under fremgangen i de forudgående årtier. Produktivetsniveauet er imidlertid højt herhjemme sammenlignet med andre lande. Det gør det sværere at holde en høj vækst i produktiviteten, da den mulige indhentningseffekt i forhold til landene med den højeste produktivitet er begrænset. Det ændrer ikke ved, at produktiviteten kan styrkes gennem reformer, som bl.a. dokumenteret af Produktivitetskommissionen for få år siden.

### Fortsat fremgang på arbejdsmarkedet, men i langsommere tempo

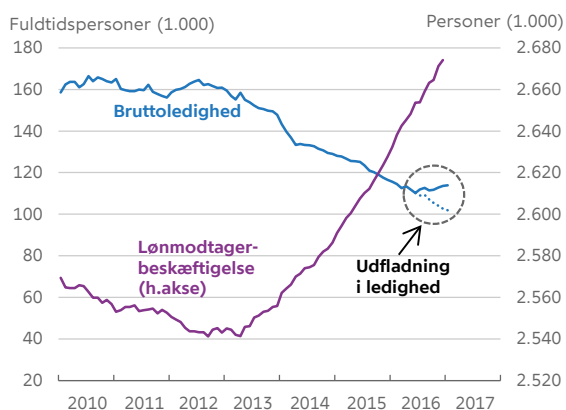
Hele stigningen i beskæftigelsen siden 2013 har fundet sted i den private sektor. Fremgangen har været bredt fordelt på erhverv, men har været særlig tydelig inden for handel og transport, erhvervsservice samt byggeriet. Arbejdsstyrken er blevet udvidet under opsvinget, og stigningen i beskæftigelsen har været større end faldet i ledigheden, jf. figur 2. Uden tilgang af arbejdskraft til at dække den stigende efterspørgsel ville væksten i økonomien allerede være gået ned i tempo.

Ledigheden er i løbet af opsvinget faldet for alle grupper, også ufaglærte, og i hele landet. Der er ikke de store geografiske forskelle i arbejdsløshedsprocenten, og i modsætning til tidligere er den nu højere i de større byer end i landet som gennemsnit. Det seneste halve år er den registrerede ledighed fladet ud tæt på sit konjunkturneutrale niveau på omkring 4 pct. af arbejdsstyrken, og der var en lille stigning i 4. kvartal 2016. Det skyldes hovedsagelig et øget antal jobparate integrationsydelsesmodtagere. Med trepartsaftalen om arbejdsmarkedsintegration fra marts 2016 blev det besluttet som udgangspunkt at behandle flygtninge og familiesammenførte som parate til at få et job. Der var i januar ca. 12.000 ikke-jobparate modtagere af integrationsydelse. I takt med at disse i stigende grad visiteres som jobparate, vil der komme et vist – teknisk – opadgående pres på den registrerede ledighed. Det er ikke tegn på, at fremgangen på arbejdsmarkedet er ved at gå i stå.

Det er tydeligere, at der begynder at mangle arbejdskraft, særligt inden for det konjunkturfølsomme

### Beskæftigelsen er steget kraftigere under opsvinget, end ledigheden er faldet

Figur 2

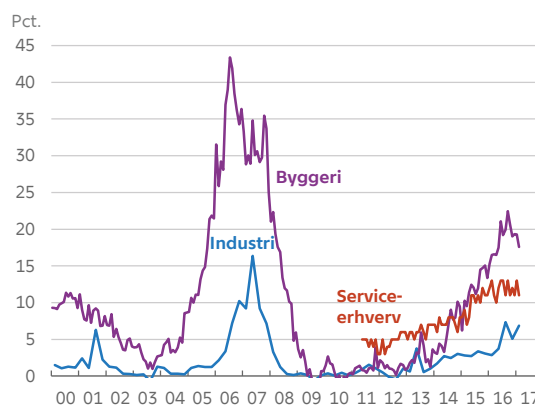


Anm.: Den stiplede linje angiver bruttoledigheden fratrukket stigningen i jobparate modtagere af integrationsydelse siden juni 2016.

Kilde: Danmarks Statistik.

### Tydeligere tegn på mangel på arbejdskraft

Figur 3



Anm.: Andelen (beskæftigelseskorrigeret) af virksomheder, der angiver mangel på arbejdskraft som en produktionsmæssig begrænsning.

Kilde: Danmarks Statistik.

bygge- og anlægserhverv, jf. figur 3. Her er ledigheden allerede lav, og et stigende antal virksomheder angiver mangel på arbejdskraft som en produktionsbegrænsende faktor. Ophør af bolig-job-ordningen i 2018, som planlagt, vil bidrage til at mindske presset på bygge- og anlægsområdet.

Væksten i beskæftigelsen ventes at fortsætte, men i et mere afdæmpet tempo. Frem mod 2019 ventes beskæftigelsen af stige med yderligere 60.000 personer med afsæt i øget udbud af arbejdskraft som følge af allerede vedtagne reformer. Der er aktuelt kun få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår pres i økonomien, er stort set lukket. Ledigheden, der hovedsagelig består af korttidsledige, er på sit konjunkturneutrale niveau på omkring 120.000 personer, og skal den forventede fremgang i beskæftigelsen være varig, vil der være behov for at trække yderligere arbejdskraft ind i arbejdsstyrken.

### Lønningerne stiger moderat, og den danske konkurrenceevne er god

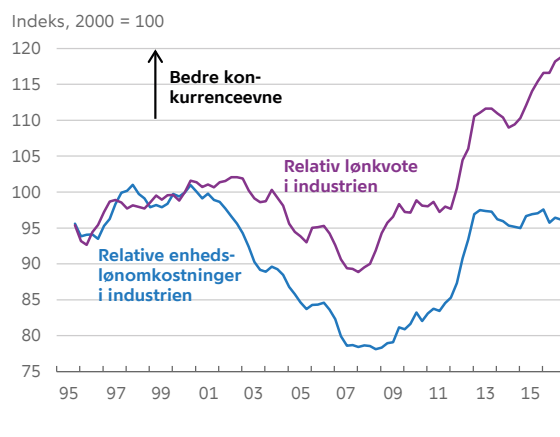
Presset på arbejdsmarkedet har endnu ikke givet sig udslag i mærkbar lønacceleration. Den fortsatte fremgang i økonomien med et næsten lukket produktionsgab samt stigende beskæftigelse og en ledighed tæt på sit konjunkturneutrale niveau vil trække lønstigningstakten i den private sektor lidt op de kommende år. De aftalte overenskomster på det private arbejdsmarked tyder dog ikke på nogen stærk acceleration i lønningerne. Løndannelsen er generelt træg, og kommer lønstigningstakten først højt op, er det svært hurtigt og smertefrit at få den ned igen, så et roligt forløb er at foretrække.

Lønstigningstakten på det private arbejdsmarked har de seneste år været moderat, lige omkring 2 pct. pr. år. Det er bl.a. tilfældet i fremstillings erhvervene, hvor en stor del af produktionen eksporteres. En tilsvarende stigningstakt ses i byggeriet, der er mere hjemmemarkedsorienteret. Det er samtidig et meget konjunkturfølsomt område, men selv om der er fremgang i byggeaktiviteten og stadig tydeligere tegn på mangel på arbejdskraft, er det endnu kun slået ud i lønstigningstakten i begrænset grad. Det skyldes, at tilgangen af arbejdskraft har været stor under opsvinget, herunder fra udlandet.

Den beherskede lønudvikling har medvirket til, at danske industrivirksomheder set over de seneste fem år har forbedret deres lønkonkurrenceevne over

### Danske virksomheders konkurrenceevne er god

Figur 4

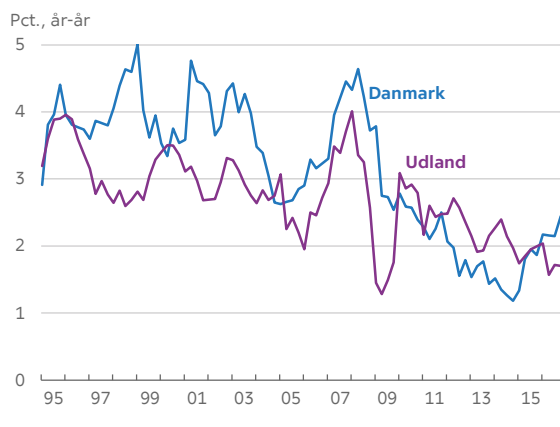


Anm.: Udenlandsk løn over dansk løn.

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

### Danske lønstigninger er nu lidt højere end i udlandet

Figur 5



Anm.: Udenlandsk løn er lønindeks i industrien for 25 lande vægtet sammen med vægtene fra det reale effektive kronekursindeks.

Kilde: OECD, Dansk Arbejdsgiverforening og Danmarks Nationalbank.

for de udenlandske konkurrenter, jf. figur 4. Det seneste år har lønstigningstakten herhjemme ligget over udlandets, jf. figur 5. Det er der udsigt til vil fortsætte de kommende år, og det er der plads til. Omvendt har der siden efteråret været et lille fald i den effektive kronekurs, hvilket gør danske varer billigere på de udenlandske markeder. Grundlæggende må danske virksomheders konkurrenceevne betegnes som god – og forventes fortsat at være det. På lidt længere sigt er den største udfordring i den sammenhæng ikke lønudviklingen, men den stigende internationale tendens til at sætte spørgsmålstegn ved frihandel. Som en lille åben økonomi er fri markedsadgang centralt for de danske virksomheder og dermed for velstanden herhjemme.

Også inden for den offentlige sektor er lønudviklingen behersket. Set over en længere årrække vokser de private og offentlige lønninger i samme tempo, da de offentlige lønninger reguleres i forhold til de private. I kølvandet på finanskrisen steg de offentlige lønninger imidlertid i nogle år hurtigere end i den private del af økonomien. Det betyder, at der er udsigt til en behersket lønudvikling i den offentlige sektor de kommende år.

Selv om lønudviklingen er moderat, har den endnu lavere stigningstakt i forbrugerpriserne betydet, at der har været pæn vækst i reallønnen for de fleste lønmodtagere. Det vil fortsætte i år og de kommende år, men med udsigt til lidt højere forbrugerprisstigningstakt, vil det ske i et lidt langsommere tempo.

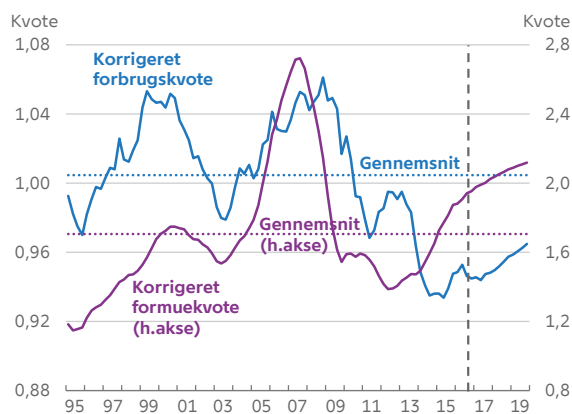
### Stærke drivkræfter bag den indenlandske efterspørgsel

Der er fortsat stærke drivkræfter, der understøtter det private forbrug og investeringer. Renten er lav, de reale disponible indkomster vokser støt, ligesom formuerne og friværdierne er stigende. Fremadrettet vil de reale disponible indkomster vokse i et lidt langsommere tempo end i de seneste par år, i takt med at prisstigningstakten normaliseres, og renterne bevæger sig opad.

Andelen af den disponible indkomst, der omsættes til forbrug (forbrugskvoten), er lav set i et længere perspektiv, jf. figur 6. Det skyldes formentlig bl.a., at reduktionen i husholdningernes rentebetalinger i kølvandet på de senere års faldende renteniveau ikke fuldt ud er blevet omsat i øget forbrug. Desuden kan nogle forbrugere have ønsket at polstre sig mod pludseligt stigende renter eller faldende boligpriser. Det kan have holdt forbruget nede i en periode.

Stigning i forbrugs- og formuekvoten

Figur 6



Anm.: Kvoterne er gennemsnit over indeværende og tre tidligere kvartaler. Forbrugskvoten er forbrug over disponibel indkomst, hvor disponibel indkomst er korrigeret for kapitalpensionsbeskatning mv. Formuekvoten er forbrugsbestemmende formue over korrigeret disponibel indkomst. Gennemsnit fra 1995 til 3. kvartal 2016.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Forbrugskvoten ventes at komme lidt op i løbet af de kommende år, bl.a. fordi formuerne fortsat stiger, uden at forbrugskvoten dog når op på det historiske gennemsnit.

Renten forudsættes at stige de kommende år. Det vil virke dæmpende på udviklingen i formuer og privat forbrug. I modsat retning trækker en engangsudbetaling i 2019 på 9 mia. kr. af tidligere betalt boligskat i forbindelse med, at et nyt ejendomsvurderingssystem indføres. Det private forbrug skønnes at vokse med 2 pct. pr. år igennem perioden og er dermed fortsat sammen med eksporten den primære drivkraft bag efterspørgslen, jf. figur 7.

Boliginvesteringerne vokser igen efter at have ligget lavt i en periode efter finanskrisen. Der er især fremgang i hovedstadsområdet, hvor prisudviklingen på huse og ejerlejligheder har været stærkest, og hvor kvadratmeterprisen på nybyggeri vurderes at ligge under kvadratmeterprisen på eksisterende ejendomme.

De kommende år løftes investeringskvoten for de private byerhverv i takt med det øgede behov for at øge kapaciteten. Erhvervenes materielinvesteringer ventes at vokse lidt hurtigere end værditilvæksten i de private byerhverv, mens bygge- og anlægsinve-

steringerne kun vokser langsomt. Det afspejler, at der fortsat er ganske mange ledige lokaler, hvilket mindsker behovet for nybyggeri.

### Positive udsigter for eksporten

Også eksporten vil fremadrettet bidrage betydeligt til væksten i dansk økonomi efter i de to seneste år at have udviklet sig svagt. Afdæmpningen i eksporten skyldtes hovedsagelig en nedgang i eksporten af søfragt, der i kraft af den store danske handelsflåde udgør en væsentlig eksportkomponent, men som omvendt ikke har den store betydning for beskæftigelsen. Verdenshandlen er i en periode vokset langsommere end tidligere. Årsagen skal ikke i første omgang findes i øget protektionisme, men bl.a. i det faktum, at væksten i en række af vækstøkonomierne, herunder Kina, er aftaget. Medvirkende er også, at investeringerne, der har et højt importindhold, globalt ligger lavt.

Mod slutningen af 2016 steg eksporten af både varer og tjenester igen samtidig med, at der igen kom mere fart på verdenshandlen. Det ventes at fortsætte i prognoseperioden.

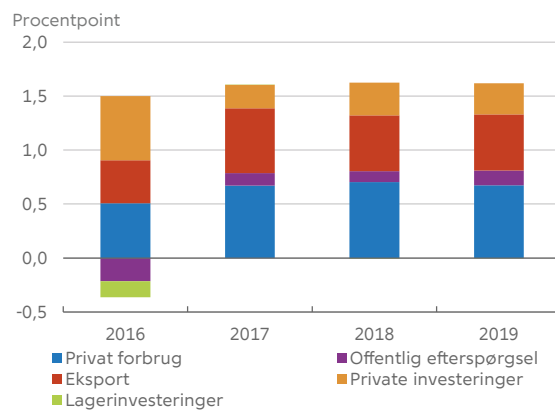
Der er udsigt til pæn vækst på eksportmarkederne de kommende år samtidig med, at kapaciteten i mange af landene bliver mere knap, jf. figur 8 og afsnittet International baggrund. Samtidig er den effektive kronekurs svækket en smule siden efteråret 2016. Efter nogle år med moderate lønstigninger har danske virksomheder et godt konkurrencemæssigt udgangspunkt for at drage nytte af en øget udenlandsk efterspørgsel, såfremt den kvalificerede arbejdskraft er til rådighed.

Der var sidste år et overskud på betalingsbalancen på 165 mia. kr. svarende til 8 pct. af BNP. Det var lidt mindre end året før, hovedsagelig fordi overskuddet på handlen med tjenester faldt. Der var også et fald i nettoafkastet på udlandsformuen. Overskuddet på varehandlen steg derimod.

Modstykket til det store overskud på betalingsbalancen er, at virksomhederne har et meget stort opsparingsoverskud, samtidig med at husholdningernes opsparingsbalance er blevet positiv de senere år, jf. figur 9. Siden begyndelsen af 1990'erne har der generelt været store opsparingsoverskud i virksomhederne, mens overskud i husholdningerne er mere usædvanligt. Det kan være udtryk for, at husholdningerne har ændret adfærd og er blevet mere forsigtige i deres forbrugsbeslutninger. Overskuddet

Det private forbrug og eksporten trækker væksten

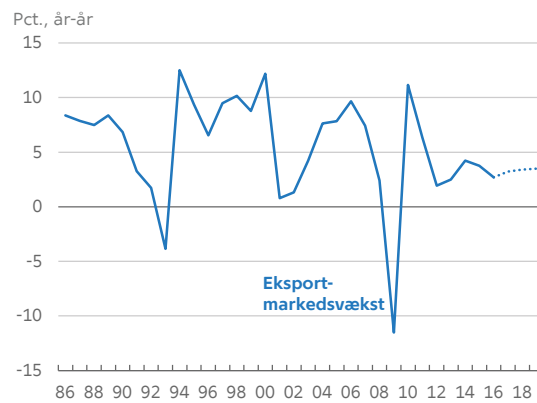
Figur 7



Anm.: Importkorrigerede vækstbidrag.  
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Udsigt til vækst på eksportmarkederne

Figur 8



Kilde: OECD og Danmarks Nationalbank.

på betalingsbalancen ventes at forblive stort, men aftage lidt over prognoseperioden.

### Priserne på ejerboliger i hovedstadsområdet vokser fortsat

Der har i en længere periode været fremgang på boligmarkedet, men med store geografiske forskelle. Fremgangen har været med til at understøtte efterspørgslen i økonomien og dermed opsvinget mere generelt. Udviklingen i huspriserne er det seneste halve år dæmpet en smule, jf. figur 10. Set over det seneste år er huspriserne steget med knap 4 pct.

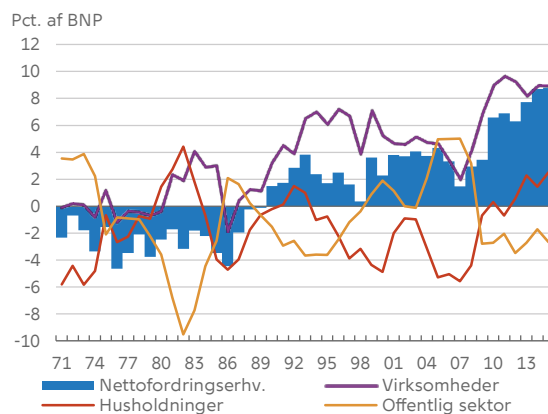
I hovedstadsområdet forholder det sig anderledes. Her har prisstigningerne i nogen tid været kraftigere end i resten af landet, og der er en risiko for, at prisudviklingen er drevet af selvopfyldende forventninger. Prisen på ejerlejligheder i København er i flere år vokset med ca. 10 pct. pr. år, men årsstigningstakten lå i december lidt lavere på knap 8 pct. ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Det er fortsat højt, og en fortsættelse af de senere års reale prisstigninger kan blive efterfulgt af tilsvarende prisfald. At boligpriserne stiger lidt langsommere i København, kan afspejle, at prisen på ejerlejligheder er kommet op på et leje, som er højt i forhold til indkomst- og renteniveau. Det afspejler bl.a., at befolkningen i hovedstadsområdet har været stigende. Der er dog tegn på øget afsmitning fra hovedstadens boligmarked til naboregioner, hvilket kan bidrage til at tage noget af trykket på markedet i København. Byggeaktiviteten i hovedstadsområdet vil på sigt også lægge en dæmper på prisudviklingen, i takt med at de nye boliger kommer på markedet. Antallet af færdiggjorte boliger i København var sidste år tilbage på højde med antallet i 2007, og de kommende år vil der komme yderligere til fra en række store igangværende projekter.

I nogle områder uden for de større byer er udbuddet af boliger til salg stort i forhold til omsætningen, og liggetiderne er høje. Mange af de områder er præget af fald i befolkningen, så den eksisterende boligmasse er stor i forhold til folketallet. Boligmassen falder løbende som følge af reale nedskrivninger og i mindre omfang nedrivning af tomme og forladte huse, men en sådan tilpasning kan tage lang tid. Der er tale om en strukturel udfordring, som ikke løses af en højkonjunktur.

For landet som helhed er omsætningen af huse målt som antallet af handler sat i forhold til boligmassen steget markant siden efteråret, mens den har ligget

### Øget opsparing i husholdninger og virksomheder

Figur 9

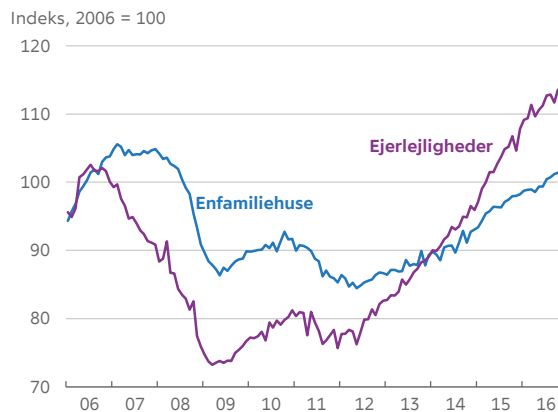


Anm.: Nettofordringservh. er det samlede opsparingsoverskud i økonomien, som fratrukket nettokapitaloverførsler svarer til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster. Der er justeret for fremrykning af kapitalpensionsbeskatning i 2013-15.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

### Fortsat vækst i boligpriserne

Figur 10



Anm.: Sæsonkorrigeret. Ca. 70 pct. af ejerlejlighederne er beliggende i hovedstadsområdet.

Kilde: Danmarks Statistik.



fladt for ejerlejligheder. Omsætningen for huse er tæt på sit langsigtede gennemsnit, hvor den for ejerlejligheder er forholdsvis høj set i et længere perspektiv. Ejerlejligheder ligger helt overvejende i de større byer. Udbuddet af boliger har ligget fladt det seneste år. Liggetiderne har generelt været faldende, men mest i hovedstadsområdet, hvor de ved udgangen af 2016 var nede på ca. 70 dage for ejerlejligheder. Det er under halvdelen af landsgennemsnittet for huse.

Fremgangen på boligmarkedet de senere år må ses i lyset af udviklingen i renteniveau og disponible indkomster. Den lange boligrente steg svagt igennem 2. halvår 2016, men lå i begyndelsen af i år ikke meget over, hvad den var i første del af 2015, hvor kapitalindstrømning og et opadrettet pres på kronen fik renterne til at falde til et meget lavt niveau, jf. figur 11. Hertil kommer, at der er udsigt til fortsat stigning i de disponible indkomster. Prisen på enfamiliehuse på landsplan ventes på den baggrund fortsat at stige i de kommende år med gennemsnitligt 3 pct. pr. år. Det er uændret i forhold til det tidligere skøn og kun lidt over den forventede stigning i forbrugerpriserne.

### Prisstigningstakten er på vej til at blive normaliseret

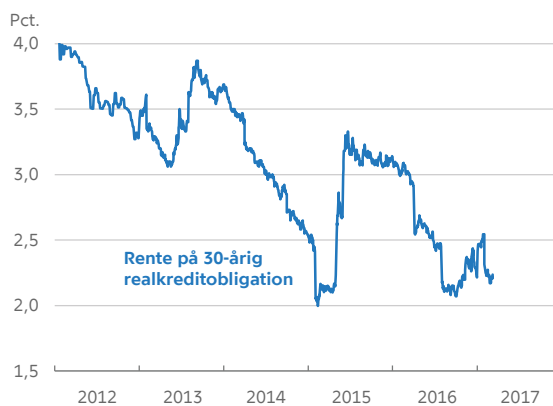
Forbrugerpriserne har de seneste par år udviklet sig meget svagt, jf. figur 12. I 2016 steg de slet ikke set under ét. Priserne på varer var hovedsagelig holdt nede af det kraftige fald i olieprisen i 2. halvår 2015. For tjenester skyldes den lave prisstigningstakt særligt et markant fald i prisen på kommunikation, især mobiltjenester, i sommeren 2016.

Fra slutningen af 2016 bidrog energipriserne igen positivt til prisstigningstakten. Energipriserne har betydning også for andre varer, hvor der medgår energi i produktionen, men olieprisen slår først igen med en vis forsinkelse. Olieprisen er steget igen i 2016. Det betyder sammen med et større pres på kapaciteten i økonomien samt udsigt til en vis acceleration i lønningerne, at væksten i forbrugerpriserne i løbet af de næste par år skønnes at komme op i underkanten af 2 pct. pr. år. I 2017 vil nedsættelsen af en række afgifter samt afskaffelse af PSO-afgiften dæmpe prisudviklingen.

Det underliggende prispres i økonomien er fortsat svagt. Kerneinflationen, der viser priserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, har været omkring nul i en periode, og det samme gælder den

Lille stigning i den lange rente

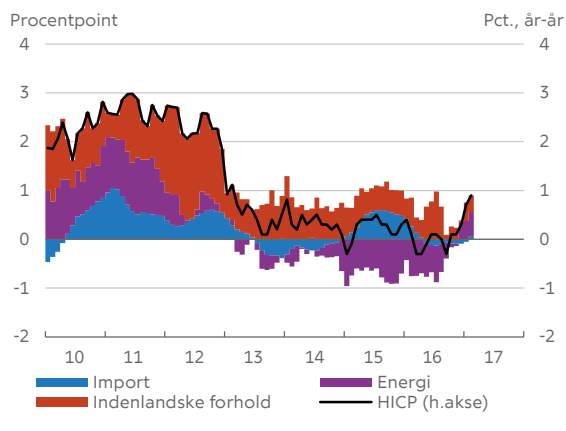
Figur 11



Kilde: Danmarks Nationalbank.

Prisstigningstakten er på vej op

Figur 12



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.  
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, der på længere sigt er bestemt af omkostningsudviklingen i økonomien. Importpriserne steg mod slutningen af året, hovedsagelig fordi råvarepriserne steg, men prispresset i engrosleddet er fortsat behersket. Også producentpriserne for danske varer til hjemmemarkedet har kun løftet sig en smule.

Det seneste halve år er de danske forbrugerpriser vokset noget langsommere end i euroområdet. Det gælder også kerneinflationen, men her er forskellen til euroområdet mindre. En del af forklaringen er, at prisen på kommunikation er faldet som følge af et fald i roamingomkostningerne. Selv om det følger af EU-regulering, er der ikke sket et tilsvarende fald i prisen på kommunikation i euroområdet. Priserne på beklædning har også udviklet sig svagere herhjemme. På det lidt længere sigt stiger de danske forbrugerpriser på linje med prisstigningstakten i valutaankeret, dvs. euroområdet. På kort sigt kan der imidlertid være forskel.

#### **Den strukturelle offentlige saldo forbedres langsomt**

Det offentlige forbrug forventes at vokse moderat de kommende år, mens de offentlige investeringer vil bremse lidt op efter en periode med høj aktivitet. Niveauet for den offentlige efterspørgsel blev øget væsentligt for at afbøde virkningerne af finanskrisen i 2008.

Den offentlige saldo blev forbedret i 2016 hovedsagelig som følge af et højere provenu fra pensionsafkastskatten (PAL). I år ventes PAL-skatteprovenuet at blive normaliseret fra et højt niveau. Det offentlige budgetunderskud i 2017 skønnes på den baggrund til 1,3 pct. af BNP og reduceres i 2018 til 1,0 pct. af BNP i takt med den fortsatte konjunkturfremgang. I 2019 øges underskuddet til 1,2 pct. af BNP. Det afspejler bl.a. en ekstraordinær tilbagebetaling af ejendomsskat i forbindelse med, at et nyt ejendomsvurderingssystem indføres.

Regeringen skønner et underskud på den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP i år. Det er inden for budgetlovens rammer, men et mindre underskud ville give større råderum til at imødegå fremtidige tilbageslag i økonomien. I 2018 skønner regeringen et strukturelt underskud på 0,2 pct. af BNP.

#### **Hvor ligger risiciene i prognosen?**

Der er såvel opad- som nedadrettede risici ved prognosen. De første er primært indenlandske, mens de nedadrettede hovedsagelig vedrører de ekster-

ne forhold. Her er risiciene blevet mere udtalte det seneste halve år. Det skyldes bl.a. den aktuelt store usikkerhed om, hvilken økonomisk politik der vil blive ført i en række centrale lande, herunder især USA og Storbritannien. I euroområdet er der i år valg i flere af de store lande, hvilket også giver usikkerhed.

Den globale tendens til at sætte spørgsmålstegn ved fordelene ved frihandel kan – hvis den omsættes i protektionistiske tiltag – hæmme den internationale samhandel og dermed svække såvel den danske eksport som importen til Danmark. Fri adgang til udenlandske markeder er centralt for den danske velstand.

Hvis der kommer en meget ekspansiv finanspolitik i USA, kan det på den ene side styrke dansk eksport til USA på kort sigt. Men på den anden side kan markedsreaktionen blive en abrupt stigning i den lange rente, som må forventes at smitte af på Europa og dermed ramme andre danske eksportmarkeder og den indenlandske efterspørgsel herhjemme. En abrupt stigning i den lange rente initieret af en meget ekspansiv finanspolitik i USA har potentialet til at sætte en brat stopper for fremgangen på boligmarkedet herhjemme og vende det til prisfald.

De indenlandske risikofaktorer trækker mod en forbigående højere vækst end skønnet i prognosen. Det er usikkert, om arbejdsstyrken kan øges tilstrækkeligt til at undgå udbredt mangel på arbejdskraft og en deraf følgende kraftigere stigning i lønningerne. Der er i økonomien plads til, at de danske lønstigninger i en periode kommer lidt op over udlandets. En stærk lønacceleration og dermed kraftig svækkelse af konkurrenceevnen vil derimod give større udsving i økonomien. På lidt længere sigt indebærer mangel på arbejdskraft, at væksten dæmpes.

En større forøgelse af den aktuelt lave forbrugskvote end forudsat kan stimulere den indenlandske efterspørgsel mere end indeholdt i prognosen. Hertil kommer, at udviklingen på boligmarkedet, især i hovedstadsområdet, kan bidrage til en for kraftig vækst i efterspørgslen, hvis der i væsentlig grad sker spredning til større dele af landet. En højere vækst i efterspørgslen vil delvist kunne dækkes af øget import.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

| Realvækst i forhold til perioden før, pct. | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2016     |          |          |
|--|-------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|
|  |       |       |       |       | 2. kvrt. | 3. kvrt. | 4. kvrt. |
| BNP  | 1,1   | 1,6   | 1,6   | 1,6   | 0,3      | 0,7      | 0,2      |
| Privat forbrug <sup>1</sup>                | 2,1   | 2,0   | 2,0   | 2,0   | 0,1      | -0,1     | 1,5      |
| Offentligt forbrug                         | -0,2  | 0,5   | 0,6   | 0,8   | 0,8      | -0,7     | -1,1     |
| Boliginvesteringer                         | 11,1  | 1,6   | 3,5   | 3,0   | 2,4      | -2,7     | 0,2      |
| Offentlige investeringer                   | 0,6   | -1,5  | -0,7  | -0,2  | -1,4     | -2,4     | -5,0     |
| Erhvervsinvesteringer                      | 3,7   | 3,6   | 3,6   | 3,6   | 0,1      | 3,9      | 3,7      |
| Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>        | -0,3  | 0,0   | 0,0   | 0,0   | -0,5     | 1,1      | -1,0     |
| Eksport                                    | 1,4   | 3,2   | 2,5   | 2,5   | 1,1      | 0,9      | 4,1      |
| Industrieksport                            | 3,0   | 3,7   | 2,9   | 2,8   | 0,5      | -0,3     | 5,7      |
| Import                                     | 2,4   | 3,5   | 3,0   | 3,1   | 0,3      | 1,9      | 3,7      |
| Beskæftigelse, 1.000 personer              | 2.877 | 2.916 | 2.936 | 2.950 | 2.871    | 2.882    | 2.894    |
| Ledighed, brutto, 1.000 personer           | 113   | 115   | 112   | 112   | 112      | 112      | 113      |
| Betalingsbalance, pct. af BNP              | 8,1   | 7,5   | 7,3   | 7,1   | 8,5      | 7,4      | 9,5      |
| Offentlig saldo, pct. af BNP               | -1,0  | -1,3  | -1,0  | -1,2  | -1,1     | -1,8     | 1,0      |
| Huspriser <sup>3</sup> , pct. år-år        | 3,8   | 3,1   | 2,7   | 2,4   | 3,2      | 4,0      | 3,4      |
| Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år         | 0,0   | 1,4   | 1,7   | 1,7   | -0,1     | -0,1     | 0,2      |
| Timeløn (industrien), pct. år-år           | 2,2   | 2,5   | 2,7   | 3,0   | 2,2      | 2,1      | 2,4      |

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

## International baggrund

Det globale konjunkturbillede har generelt ikke ændret sig de seneste måneder, og dermed er afsættet for udviklingen i dansk økonomi fremadrettet som udgangspunkt også stadig gunstigt. Den økonomiske fremgang er fortsat i de avancerede økonomier, og den ledige kapacitet på arbejdsmarkedene er gradvist blevet reduceret. Blandt vækstøkonomierne forventes stadig høje vækstrater i Kina og Indien, mens Brasilien og Rusland kun langsomt ventes at komme ud af de seneste års recession. Samlet set ventes den globale BNP-vækst at stige lidt de kommende år, men der er betydelige risici, herunder øget protektionisme og geopolitiske risici.

### Risiko for overophedning i USA

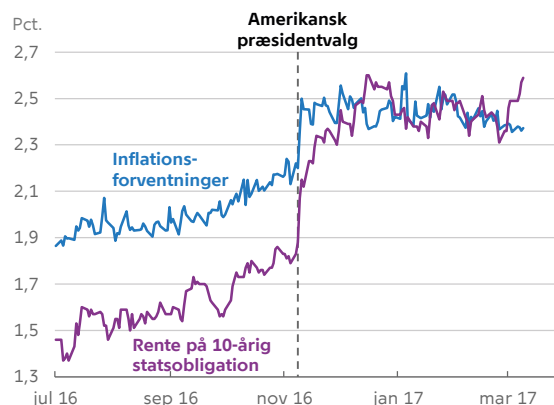
Fremgangen i den økonomiske aktivitet er fortsat i USA. Væksten var 1,6 pct. i 2016, men tiltog i 2. halvår, og produktionsgabets – forskellen mellem faktisk og potentiel produktion – ventes stort set lukket i år. Beskæftigelsen steg i 2016 med over 2 mio. personer, svarende til 1,6 pct., og stigningen er fortsat ind i 2017.

Præsident Trump lagde under valgkampen op til finanspolitiske lempelser, herunder væsentlige skattelettelser, og deregulering. Det kan have en ekspansiv effekt på det korte sigt gennem en stigning i forbruget og investeringerne. Det fik inflationsforventningerne og renterne på statsobligationer til at stige mærkbart efter det amerikanske præsidentvalg den 8. november 2016, jf. figur 13.

Det fik også de internationale organisationer til at opjustere BNP-væksten for USA, jf. figur 14.<sup>1</sup> Væksten i USA ventes dermed at blive noget højere end i euroområdet efter stort set ens vækstrater i 2016. En del af forskellen skyldes dog, at antallet af personer i den arbejdsdygtige alder vokser hurtigere i USA end i euroområdet.

Højere inflationsforventninger og renter i USA efter valget

Figur 13

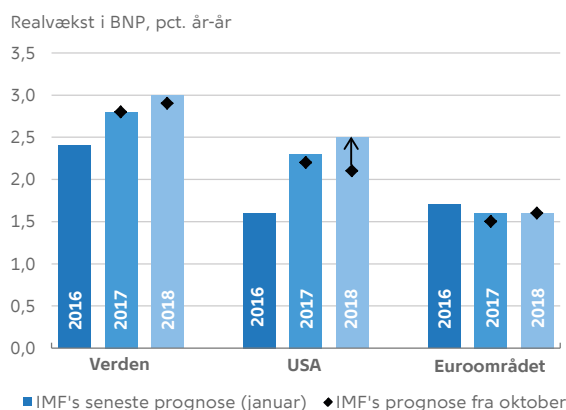


Anm.: Inflationsforventningerne er udledt via inflationsswaprenten og kan fortolkes som den forventede gennemsnitlige prisstigningsstakt 5-10 år ude i fremtiden.

Kilde: Bloomberg og Macrobond.

Vækstudsiger for USA opjusteret

Figur 14



Kilde: Den Internationale Valutafond, IMF, og OECD.

1 Den Internationale Valutafond, IMF, indregnede i januar 2017 en samlet stigning i BNP-væksten på 0,5 procentpoint i 2017-18, mens OECD i november 2016 forventede en mervækst på i alt 1,3 procentpoint i forhold til basisscenariet uden indregning af finanspolitiske stimuli. Forskellene afspejler usikkerheden omkring USA's finanspolitik. I marts 2017 nedjusterede OECD mervæksten en smule.

En række forhold kan imidlertid dæmpe vækstudsigterne i USA. Fx vil indførelsen af protektionistiske tiltag, som også annonceret under valgkampen, føre til lavere vækst. Derudover kan den amerikanske centralbank, Federal Reserve, blive nødsaget til at sætte den pengepolitiske rente op hurtigere end forventet, hvis de finanspolitiske lempelser medfører stigende prispres. Det vil dæmpe investeringslysten og den økonomiske aktivitet.

Situationen på det amerikanske arbejdsmarked indikerer, at de ledige ressourcer er begrænsede, jf. figur 15. Ledigheden er nået ned på omtrent samme niveau som før krisen og er ifølge Federal Reserve og de internationale organisationer tæt på det strukturelle niveau. Beskæftigelsesfrekvensen er fortsat lavere end før krisen, men stigningen i antallet af langtidsledige i kriseårene kan have reduceret den strukturelle beskæftigelsesfrekvens. Kombinationen af lav ledighed og finanspolitiske stimuli kan føre til, at der opstår flaskehalse på arbejdsmarkedet. Dermed er der risiko for en markant stigning i løn- og prispreset og overophedning af den amerikanske økonomi.

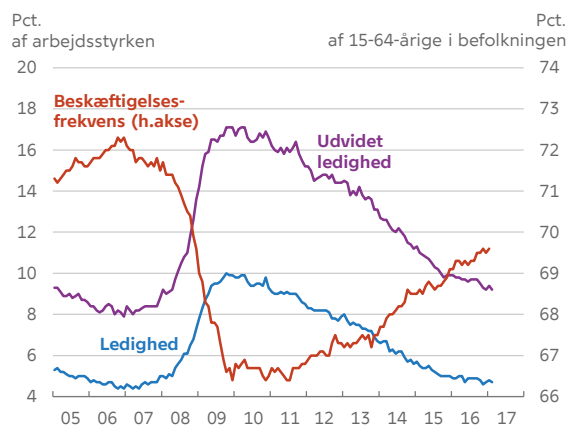
### Amerikansk gældsloft genaktiveres snart

Det er en bunden opgave for den nye administration at arbejde sammen med Kongressen om at få vedtaget en forhøjelse af gældsloftet. Det har været suspenderet siden november 2015, men vil blive aktiveret igen den 16. marts i år. Kongressen har det officielle mandat til at fastsætte gældsloftet, som knytter sig til statens nominelle bruttogæld. Den udgør 106 pct. af BNP, men ventes ifølge Committee for a Responsible Federal Budget at stige til 127 pct. af BNP, hvis der gennemføres ekspansive finanspolitiske tiltag som annonceret af præsident Trump under valgkampen, jf. figur 16. Det betyder, at der skal vedtages markante forhøjelser af gældsloftet, hvis den annoncerede økonomiske politik gennemføres. Ekskluderes gælden til statslige fonde, udgør den amerikanske statsgæld aktuelt 77 pct. af BNP.

De senere år har der været tradition for at vente til sidste øjeblik med at få vedtaget forhøjelser af gældsloftet. Det har skabt usikkerhed om, hvorvidt staten kan imødekomme sine finansielle forpligtelser, og i nogle tilfælde ført til volatilitet på de finansielle markeder. Det skyldes, at kreditvurderingsbureauerne kan betragte tilbageholdte betalinger som en såkaldt kreditbegivenhed, som fx kan føre til udbetaling af credit default swap-kontrakter (CDS-kontrakter). Finansministeriet kan dog gennemføre midler-

### Amerikansk ledighed tæt på niveauet før krisen, men beskæftigelsesfrekvensen er lavere

Figur 15

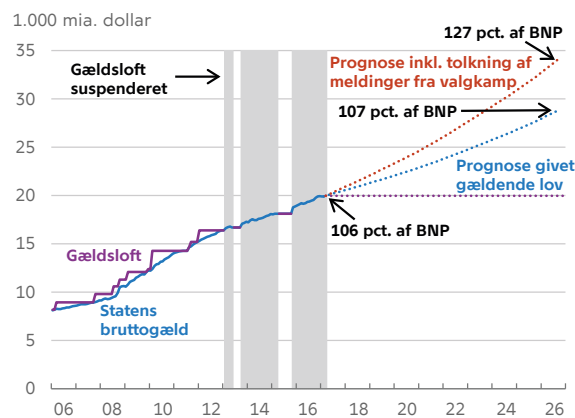


Anm.: Det udvidede ledighedsbegreb indeholder ud over antallet af ledige også dem, der er marginalt tilknyttet arbejdsmarkedet, og de personer på deltid, der ønsker at arbejde på fuld tid.

Kilde: Macrobond.

### USA's gældsloft genaktiveres snart

Figur 16



Anm.: Prognosen givet gældende lov er baseret på beregninger fra Congressional Budget Office, CBO, mens prognosen inkl. tolkning af meldinger fra valgkampen bygger på beregninger fra Committee for a Responsible Federal Budget, CRFB.

Kilde: CBO, CRFB, Macrobond og egne beregninger.

tidige likviditetstiltag, og det betyder, at staten som minimum ventes at kunne møde sine forpligtelser frem til sommer, selv om gældsloftet ikke øges. Der har derfor endnu ikke været nævneværdige udsving i prissætningen af CDS-kontrakter på amerikanske statsobligationer, selv om gældsloftet snart genaktiveres.

### Udsigt til fortsat moderat vækst i euroområdet

Der er moderat fremgang i euroområdet, hvor BNP steg med 1,7 pct. i 2016. Stigningen i aktiviteten drives primært af det private forbrug, som understøttes af, at de reale disponible indkomster vokser.

Ledigheden er fortsat med at falde i et flertal af eurolandene og udgjorde i euroområdet som helhed 9,6 pct. af arbejdsstyrken i januar. Det er det laveste niveau siden maj 2009, jf. figur 17. Der er stadig store forskelle i ledigheden på tværs af landene. Beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet er steget gennem flere år og er nu tæt på niveauet før krisen.

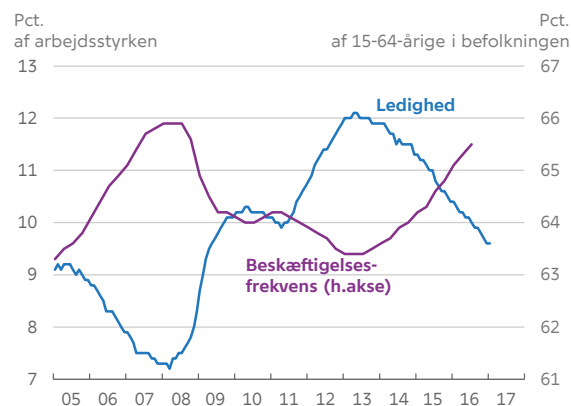
På trods af fremgangen på arbejdsmarkedet er lønudviklingen stadig behersket. Det er bl.a., fordi prisudviklingen er afdæmpet, og det kan have påvirket løndannelsen.

Den moderate vækst ventes at fortsætte i de kommende år. Ifølge Europa-Kommissionen vil stigningen i den økonomiske aktivitet i højere grad blive drevet af eksporten og i mindre grad af det private forbrug. Da den faktiske vækst ventes at være lidt højere end den potentielle, vil produktionsgabets størrelse stort set blive lukket i løbet af de næste par år, jf. figur 18.

Der er dog en række – overvejende negative – risici i forhold til vækstudsigterne. Den politiske situation i Italien og udfaldet af det kommende præsidentvalg i Frankrig medfører stor usikkerhed om den økonomiske udvikling, herunder fordi en af præsidentkandidaterne har stillet spørgsmålstegn ved Frankrigs deltagelse i euroen. Det er bl.a. kommet til udtryk ved, at rentespændene til Tyskland er steget, jf. rapporten Monetære og finansielle tendenser, marts 2017. Også Brexit-aftalen, som skal forhandles på plads mellem EU og Storbritannien, kan have negative konsekvenser for økonomien. Generelt gælder det, at jo færre restriktioner for handel og arbejdskraftens mobilitet aftalen indeholder, jo højere ventes den strukturelle vækst at være, både i Storbritannien og i euroområdet. Til gengæld vil en lempelse af finanspolitikken i USA kunne trække væksten op, bl.a. fordi efterspørgslen efter europæiske varer vil blive

**Beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet er næsten som før krisen, men ledigheden er stadig høj**

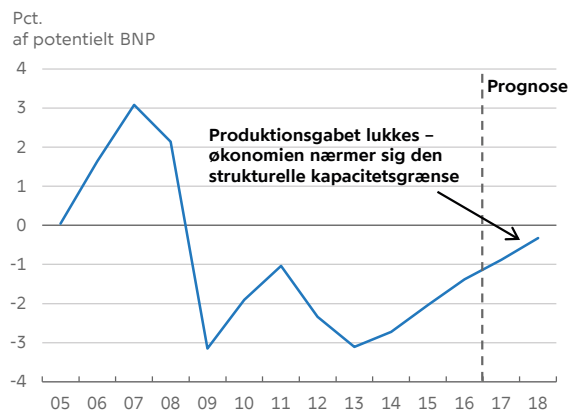
Figur 17



Kilde: Macrobond.

**Produktionsgabets størrelse i euroområdet ventes stort set lukket i løbet af få år**

Figur 18



Anm.: Produktionsgabets størrelse er beregnet som forskellen mellem den faktiske og potentielle produktion i procent af den potentielle produktion. Her er vist et gennemsnit af estimaterne fra Europa-Kommissionen, IMF og OECD.

Kilde: Macrobond.

højere. Men det afhænger af, om det fører til overophedning af den amerikanske økonomi og dermed hurtigere rentestigninger.

### Højere oliepris trækker inflationen op

Inflationen er steget i de avancerede økonomier over det seneste år, jf. figur 19. I euroområdet steg prisstigningstakten til 2,0 pct. i februar 2017 efter at have været tæt på nul i det meste af 2016. I USA og Storbritannien var stigningstakten i januar en anelse lavere.

Udviklingen afspejler især, at olieprisen er steget fra ca. 30 dollar pr. tønde i januar 2016 til ca. 55 dollar i begyndelsen af marts 2017, bl.a. fordi olieproduktionen faldt. I euroområdet trækker udviklingen i energipriserne derfor nu op i den samlede prisudvikling efter at have trukket ned i 2014-16, jf. figur 20.

I Storbritannien skyldes den højere inflation også, at pundet er svækket markant efter Brexit-afstemningen i juni 2016. Indtil nu har de realøkonomiske effekter af afstemningen til gengæld været begrænsede, men de internationale organisationer forventer, at væksten vil bremse lidt op de næste par år.

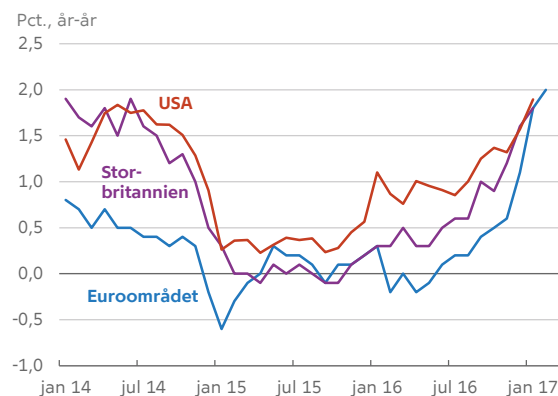
Kerneinflationen, som angiver prisudviklingen rensat for energi og fødevarer, udvikler sig stadig svagt, især i euroområdet. Det skyldes bl.a., at lønpresset er behersket, og at de indirekte effekter af højere energipriser slår igennem med en vis forsinkelse.

Den Europæiske Centralbank, ECB, forventer, at inflationen vil være 1,7 pct. i 2019, og at kerneinflationen vil stige til 1,8 pct., både fordi pengepolitikken er lempelig, og fordi den økonomiske aktivitet stiger, jf. tabel 2.

Federal Reserves skøn for prisudviklingen i USA ligger lidt højere, fordi den amerikanske økonomi er tættere på kapacitetsgrænsen. Federal Reserve vurderer, at økonomien fortsat vil vokse i moderat tempo, og ser ikke tegn på overophedning på nuværende tidspunkt. På den baggrund venter den pengepolitiske komite, FOMC, at den pengepolitiske rente vil blive sat gradvist op over de næste år, jf. figur 21. Markedsforventningerne ligger lidt lavere, men er dog steget betydeligt efter præsidentvalget, som generelt har løftet inflationsforventningerne for USA, jf. tidligere.

**Inflationen er tiltaget i de avancerede økonomier**

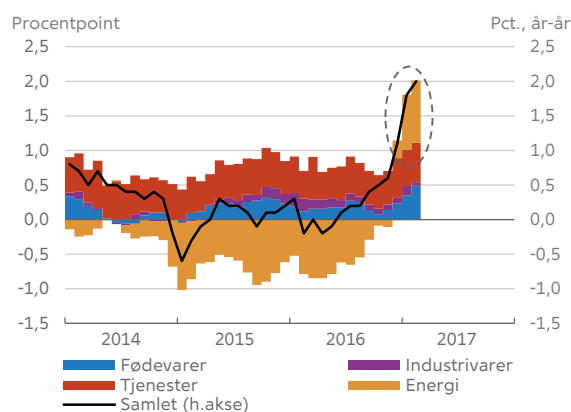
Figur 19



Anm.: Her er vist HICP for euroområdet og Storbritannien og privatforbrugsdeflatoren, PCE, for USA.  
 Kilde: Macrobond.

**Energipriserne bidrager nu positivt til prisudviklingen i euroområdet**

Figur 20



Kilde: Macrobond og egne beregninger.

**ECB og Federal Reserve venter fortsat tiltagende inflation over de næste år**

Tabel 2

|                             | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------|------|------|------|
| Euroområdet, inflation      | 1,7  | 1,6  | 1,7  |
| Euroområdet, kerneinflation | 1,1  | 1,5  | 1,8  |
| USA, inflation              | 1,9  | 2,0  | 2,0  |
| USA, kerneinflation         | 1,8  | 2,0  | 2,0  |

Anm.: Her er vist HICP for euroområdet og privatforbrugsdeflatoren, PCE, for USA. Skøn fra december 2016 for USA og marts 2017 for euroområdet.

Kilde: ECB og Federal Reserve.

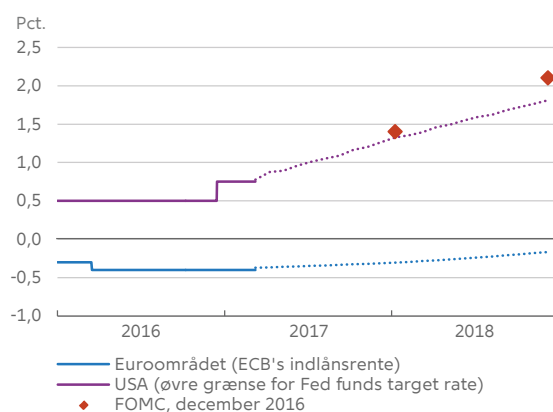
I euroområdet forventer markedsdeltagerne, at den pengepolitiske rente vil være omtrent uændret over de næste par år. Det afspejler formentlig, at inflationen ventes at forblive under ECB's inflationsmål på under, men tæt på 2 pct.

**Finanspolitikken i euroområdet er omtrent neutral**

For euroområdet under ét forventes finanspolitikken at være omtrent neutral i 2017 (målt ved ændringen i den strukturelle saldo), jf. figur 22. Givet at konjunktursituationen normaliseres, ser finanspolitikken dermed ud til at være afstemt i forhold til aktivitetspåvirkningen af økonomien. En række lande har imidlertid strukturelle budgetunderskud, der overstiger finanspagtens mellemfristede grænse på 0,5 pct. af BNP.

**Udsigt til rentestigninger i USA – uændret niveau i euroområdet**

Figur 21

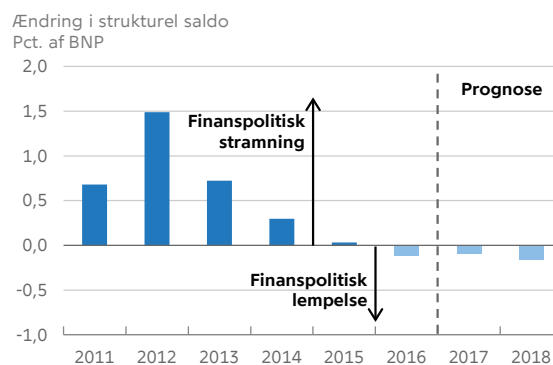


Anm.: De stiplede linjer angiver markedsforventningerne pr. 9. marts 2017.

Kilde: Federal Reserve, Macrobond, Scanrate Rio og egne beregninger.

**Finanspolitikken i euroområdet er omtrent neutral i 2017**

Figur 22



Kilde: Europa-Kommissionens vinterprognose, februar 2017.



## Appendiks: Antagelser og revision af 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 2016. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

### International økonomi

Det globale konjunkturbillede er stort set uændret i forhold til sidste prognose. I de avancerede økonomier fortsætter fremgangen på arbejdsmarkedene, mens produktionen stiger mere moderat. Væksten drives af solid fremgang i det private forbrug, som understøttes af voksende beskæftigelse, lav oliepris og meget lave renter.

Prognoserne fra de internationale organisationer er også stort set uændrede, men der er betydelige risici. Skøn for BNP-væksten i USA er på baggrund af de annoncerede finanspolitiske lempelser opjusteret, men det er usikkert, hvilket omfang de vil få. Endvidere er der en risiko for protektionistiske tiltag, der ikke er taget eksplicit højde for i prognosen. Alt afhængig af de handelsaftaler, der forhandles på plads, er der risiko for, at Brexit kan betyde en decideret nedgang for dansk eksport til Storbritannien i 2019 og ikke blot en svag vækst for året som lagt til grund for prognosen.

Eksportmarkedsvæksten for 2016 er opjusteret, da væksten gennem året har været større end ventet. Fremadrettet forventes væksten på markederne for den danske industrieksport at være 3,2 pct. i år og henholdsvis 3,4 og 3,5 pct. i 2018 og 2019, jf. tabel A1.

Lønstigningerne i udlandet forventes at være moderate som følge af fortsat svage – om end bedrende – arbejdsmarkeder. I år og de kommende to år ventes beherskede udenlandske prisstigninger.

### 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. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten ventes gennem hele prognoseperioden at være negativ.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at stige svagt gennem prognoseperioden fra et udgangspunkt på godt 0,8 pct. til knap 1,6 pct. ved udgangen af 2019.

Siden sidste prognose er svenske og norske kroner styrket i forhold til danske. Især den højere kurs på svenske kroner trækker i retning af et fald i den effektive kronekurs. Dollarkursen er også steget siden november, hvilket for omtrent uændret oliepris i dollar trækker i retning højere oliepris i kroner såvel som en lavere effektiv kronekurs. I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

Primo marts 2017 lå olieprisen på omkring 55 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne og ligger omtrent fladt frem til slutningen af 2019. Dette er stort set uændret i forhold til seneste prognose.

### 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 Økonomisk Redegørelse fra december 2016.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,5 pct. og henholdsvis 0,6 og 0,8 pct. i 2018 og 2019, mens de offentlige investeringer antages at falde med 1,5 pct. i år og yderligere henholdsvis 0,7 pct. og 0,2 pct. i 2018 og 2019, jf. tabel A1.

### Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten i Danmark er stort set uændret i forhold til sidste prognose. En lavere effektiv kronekurs trækker dog i retning af større eksport, og det har medvirket til, at BNP-væksten for 2017 og 2018 er opjusteret med henholdsvis 0,2 og 0,1 procentpoint, jf. tabel A2.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er for 2017 justeret en smule op, men er ellers stort set uændret i forhold til sidst. Opjusteringen i HICP for 2017 skyldes primært, at energipriserne siden december er steget mere end ventet, hvilket bl.a. kan tilskrives en stigende dollarkurs.

**Overzicht over prognosens antagelser**

Tabel A1

|   | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|---|-------|-------|-------|-------|
| <b>International økonomi:</b>             |       |       |       |       |
| Eksportmarkedsvækst, pct. år-år           | 2,7   | 3,2   | 3,4   | 3,5   |
| Udenlandsk pris <sup>1</sup> , pct. år-år | -2,6  | 0,6   | 1,5   | 1,5   |
| Udenlandsk timeløn, pct. år-år            | 1,8   | 2,1   | 2,3   | 2,5   |
| <b>Finansielle forhold mv.:</b>           |       |       |       |       |
| 3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.   | -0,4  | -0,5  | -0,4  | -0,3  |
| Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a. | 0,8   | 0,8   | 1,1   | 1,4   |
| Effektiv kronekurs, 1980 = 100            | 100,8 | 100,3 | 100,3 | 100,3 |
| Dollarkurs, DKK pr. USD                   | 6,7   | 7,0   | 7,0   | 7,0   |
| Oliepris, Brent, USD pr. tønde            | 43,6  | 56,3  | 56,4  | 55,7  |
| <b>Finanspolitik:</b>                     |       |       |       |       |
| Offentligt forbrug, pct. år-år            | -0,2  | 0,5   | 0,6   | 0,8   |
| Offentlige investeringer, pct. år-år      | 0,6   | -1,5  | -0,7  | -0,2  |
| Offentlig beskæftigelse, 1.000 pers.      | 818   | 819   | 823   | 826   |

<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.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel A2

| Pct., år-år                 | BNP  |      |      | Forbrugerpriser, HICP |      |      |
|-----------------------------|------|------|------|-----------------------|------|------|
|                             | 2016 | 2017 | 2018 | 2016                  | 2017 | 2018 |
| Prognose fra december 2016  | 1,0  | 1,4  | 1,5  | 0,0                   | 1,1  | 1,8  |
| Bidrag til ændret skøn fra: |      |      |      |                       |      |      |
| Eksportmarkedsvækst         | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| Renteudvikling              | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| Valutakurser                | 0,0  | 0,2  | 0,1  | 0,0                   | 0,1  | 0,1  |
| Oliepriser                  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| Andre faktorer              | 0,1  | 0,0  | 0,0  | 0,0                   | 0,2  | -0,2 |
| Denne prognose              | 1,1  | 1,6  | 1,6  | 0,0                   | 1,4  | 1,7  |

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

DANMARKS NATIONALBANK  
 HAVNEGADE 5  
 1093 KØBENHAVN K  
 WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet  
 10. marts 2017