

# DANMARKS NATIONALBANK

10. SEPTEMBER 2018 — NR. 13

## Arbejdsmarkedet strammer langsomt til

- Det danske arbejdsmarked er præget af tiltagende kapacitetspres, men giver fortsat ikke indtryk af tendenser til overophedning. Baseret på et bredt spektrum af indikatorer er det indtrykket, at der har været en balanceret udvikling på arbejdsmarkedet under opsvinget hidtil.
- Stramheden på arbejdsmarkedet, målt som antallet af nye jobannoncer pr. ledig, er de seneste år steget, særligt inden for bygge- og anlægs-erhvervene. Men det sker langsommere end under højkonjunkturen i 2000'erne.
- Ændret sammensætning af befolkningen i den arbejdsdygtige alder har siden 2008 isoleret set mindsket arbejdsudbuddet. Det understreger behovet for udenlandsk arbejdskraft til at understøtte opsvingets arbejdskraftefterspørgsel.

### Solidt opsving på arbejdsmarkedet

Beskæftigelsen er steget med 204.000 personer siden 2013 og er nu på niveau med toppen af den forrige højkonjunktur i 2008, jf. figur 1. Den gennemsnitlige arbejdstid er imidlertid faldet under opsvinget, og det samlede antal præsterede timer er derfor ikke steget helt så meget som beskæftigelsen.

Cirka en tredjedel af beskæftigelsesfremgangen er sket med udenlandsk arbejdskraft. Tilgangen af udlændinge har øget arbejdsudbuddet i en situation med stigende arbejdskraftefterspørgsel, hvilket har bidraget til at balancere opsvinget. En fjerdedel stammer fra øget erhvervsdeltagelse blandt dem, der er 60 år eller ældre, og yderligere en fjerdedel fra faldende ledighed. Den resterende sjettedel kommer fra personer, der er trådt ind på arbejdsmarkedet fra fx offentlige indkomstoverførsler for ikke-jobparate, jf. figur 2 (venstre).

Den øgede beskæftigelse har særligt fundet sted i serviceerhvervene, hvor beskæftigelsen er steget med 124.000 personer, jf. figur 2 (højre). Set i forhold til branchens størrelse har fremgangen været størst inden for byggeriet, hvor konjunkturpåvirkningen typisk også er kraftigst.

### Presset er mindre end i midten af 2000'erne

På kun fire år i midten af 2000'erne steg beskæftigelsen med mere end 212.000 personer. Det nuværende opsving på arbejdsmarkedet har indtil videre varet fem år, og også de kommende år forventes beskæftigelsen at stige. I takt med at beskæftigelsen er steget, er kapacitetspresset ligeledes steget.

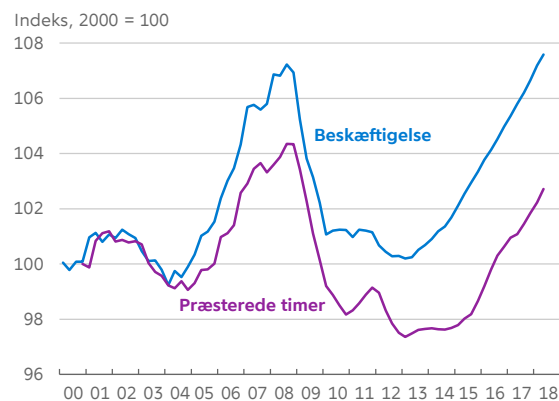
Men når der ses bredt på en række indikatorer, er presset på arbejdsmarkedet mindre end i midten af 2000'erne.

Indtrykket af kapacitetspres er stærkest i Danmarks Statistiks stikprøvebaserede indikator for rapporteret mangel på arbejdskraft. Indikatoren har kun få gange tidligere været så høj som i dag, jf. figur 3. Særligt byggeriet melder om mangel på arbejdskraft, og det nuværende niveau blev kun for alvor overgået i andet halvår af 2006 samt i sommeren 1986. Inden for industrien har indikatoren kun været markant større i 2. kvartal 2007.

Virksomhedernes rekrutteringsudfordringer giver imidlertid indtryk af et mindre presset arbejdsmarked sammenlignet med indikatoren for mangel på arbejdskraft. Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering gennemfører halvårligt en rekrutteringsundersøgelse, hvor 15.000 virksomheder svarer på, om de inden for de seneste to måneder forgæves har forsøgt at rekruttere nye medarbejdere. Det havde

Solid fremgang i beskæftigelsen under opsvinget

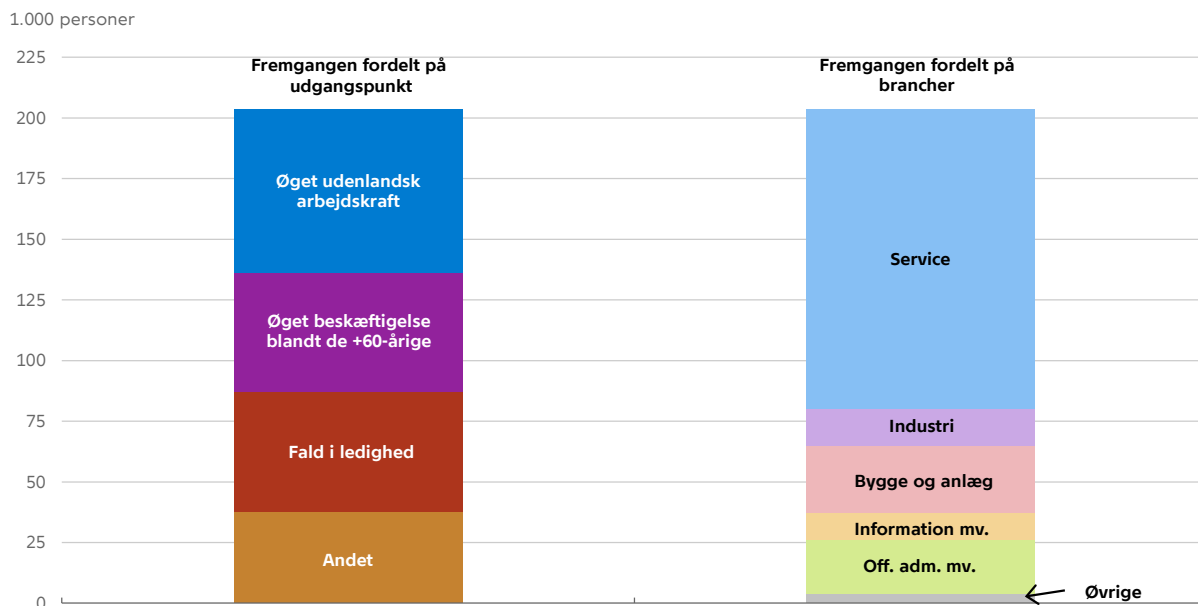
Figur 1



Anm.: Fire kvartalers glidende gennemsnit for de samlede præsterede timer.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Beskæftigelsesfremgangen stammer fra øget udenlandsk arbejdskraft, øget beskæftigelse blandt de ældre samt et fald i ledigheden og har især fundet sted i serviceerhvervene

Figur 2

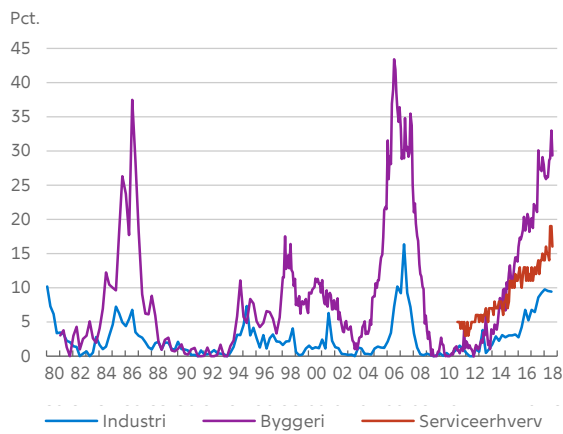


Anm.: Ændringer siden 1. kvartal 2013. Ændringen i udenlandsk arbejdskraft samt ledigheden gælder 16-59-årige for at undgå overlap mellem disse grupper og de 60-årige eller ældre i beskæftigelse. Kategorien Andet i figuren til venstre dækker over personer, der træder ind på arbejdsmarkedet, fx fra offentlige indkomstoverførsler, og fungerer endvidere som residual i forhold til, at beskæftigelsen måles i personer og omfatter selvstændige og personer på orlov, hvorimod kategorierne udenlandsk arbejdskraft (lønmotagere), beskæftigelsen blandt ældre (lønmotagere) og ledigheden måles i fuldtidspersoner.

Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats og egne beregninger.

### Manglen på arbejdskraft er steget til et højt niveau

Figur 3



Anm.: Andel, der angiver manglende arbejdskraft som en produktionsbegrænsning. Der kan angives flere produktionsbegrænsninger i spørgeskemaet.

Kilde: Danmarks Statistik.

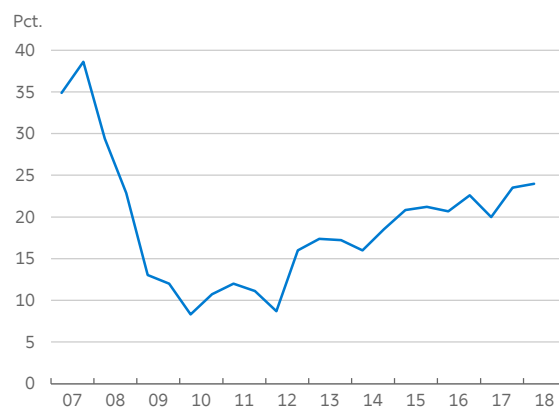
24 pct. af de virksomheder, der i foråret 2018 havde forsøgt at rekruttere, jf. figur 4. Andelen har været stigende under opsvinget, men i modsætning til den rapporterede mangel på arbejdskraft er situationen langt fra foråret 2007, hvor andelen var 35 pct. Andre lignende undersøgelser, fx fra Dansk Industri og Dansk Erhverv, peger ligeledes på stigende rekrutteringsudfordringer. Disse undersøgelser går dog kun få år tilbage, så en sammenligning med situationen i midten af 2000'erne er ikke mulig.

Der er også andre indikatorer, der ikke viser en helt så tilspidset situation som i midten af 2000'erne. Deriblandt hører andelen af virksomheder, der melder om produktionsbegrænsninger som følge af manglende efterspørgsel. Den er faldet støt i takt med den forbedrede konjunktursituation igennem de senere år, men ligger stadig et stykke over bundniveauet i midten af 2000'erne, jf. figur 5. Inden for industrien og serviceerhvervene rapporterer flere virksomheder om manglende efterspørgsel som produktionsbegrænsning end virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft. Billedet var noget anderledes i midten af 2000'erne, hvor manglen på arbejdskraft var flere gange større end manglen på efterspørgsel.

Heller ikke industriens kapacitetsudnyttelse giver isoleret set indtryk af et stort pres på arbejdsmarkedet. Igennem de seneste syv år har den udviklet sig fladt og er nogenlunde på det gennemsnitlige

### Andelen af forgæves rekrutteringsforsøg er noget lavere end under overophedningen i 2000'erne

Figur 4

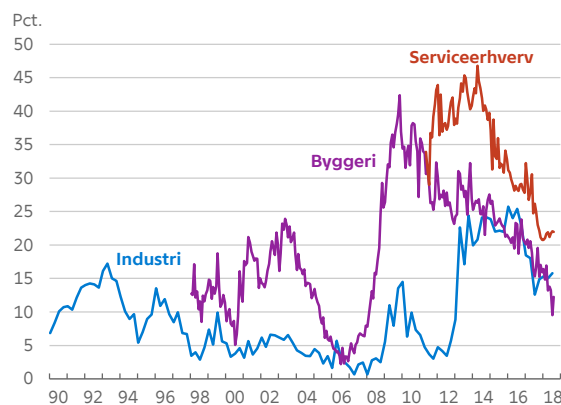


Anm.: Andel af de samlede rekrutteringsforsøg, der har været forgæves.

Kilde: Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering.

### Manglen på efterspørgsel er jævnt aftagende

Figur 5

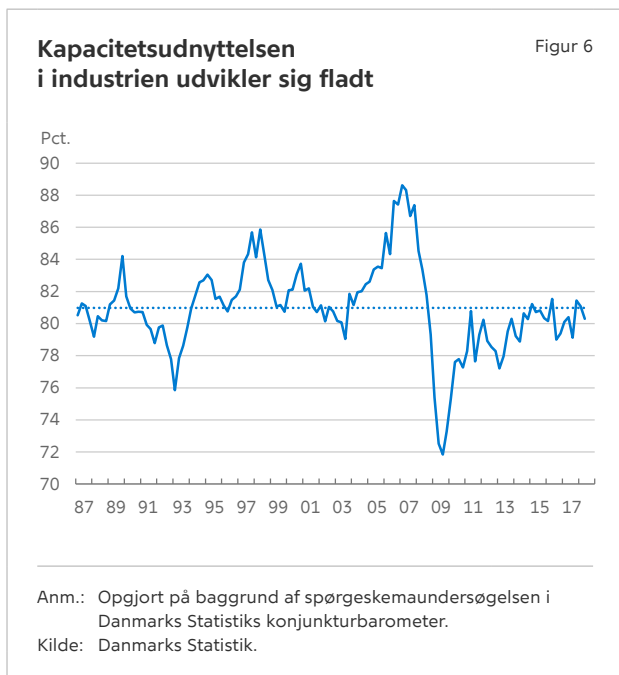


Anm.: Andel, der angiver mangel på efterspørgsel som en produktionsbegrænsning. Der kan angives flere produktionsbegrænsninger i spørgeskemaet.

Kilde: Danmarks Statistik.

niveau siden 1987, jf. figur 6. Til sammenligning steg kapacitetsudnyttelsen i perioden 2004-07 ret kraftigt med over 6 procentpoint fra et niveau lig det nuværende.

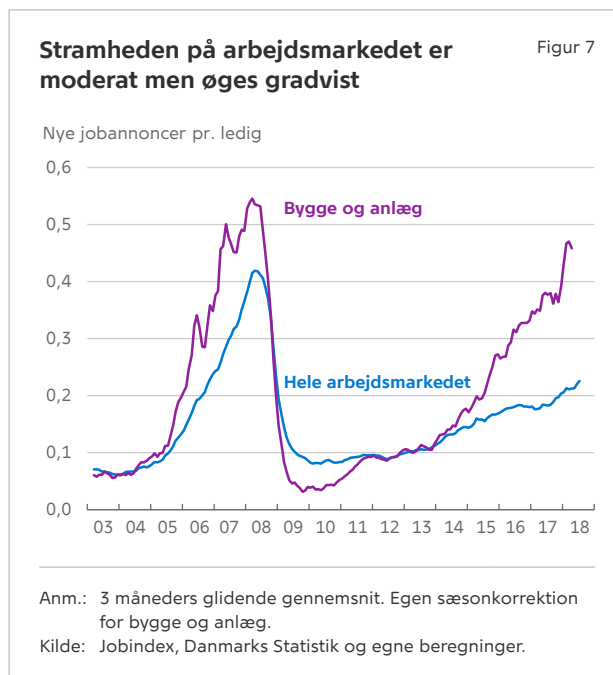
Pres på arbejdsmarkedet må i sidste ende formodes at sætte sig i lønningerne, og lønstigningerne er på det seneste også taget en anelse til. Men stigningerne er moderate på tværs af hovederhverv, og udviklingen



medvirker endnu ikke til at give indtryk af kapacitetspres på arbejdsmarkedet eller svag konkurrenceevne, jf. Kristoffersen (2018). Det efterlader plads til lidt højere lønstigninger i de kommende år, i takt med at presset øges på arbejdsmarkedet. Omvendt gælder det dog, at lønningerne typisk udvikler sig med en vis forsinkelse i forhold til konjunkturudviklingen, hvorfor man bør være varsom med at anvende lønpres til vurdering af det aktuelle pres i økonomien.

Udviklingen i produktionen har under opsvinget været forholdsvis svag sammenlignet med beskæftigelsesfremgangen. Det skyldes delvist, at beskæftigelsen primært er steget i relativt lavproduktive erhverv (især serviceerhvervene).

Den nuværende situation med forholdsvis lav produktivtetsvækst er forskellig fra situationen i midten af 2000'erne, hvor personer på kanten af arbejdsmarkedet i højere grad blev ansat. Fx er antallet af ikke-jobparate kontanthjælpsmodtagere (inkl. jobparate integrationsydelsesmodtagere) under det nuværende opsving ikke faldet synderligt. I midten af 2000'erne var antallet væsentligt lavere, end det er nu. Ligeledes er den gennemsnitlige arbejdstid lavere end i midten



af 2000'erne. Det indikerer, at der under det nuværende opsving er en noget større arbejdskraftreserve end i perioden op til overophedningen i 2000'erne. Derfor skal den lave produktivtetsvækst ikke ses som et signal om samme kapacitetspres på arbejdsmarkedet, som var tilfældet i midten af 2000'erne.

#### Arbejdsmarkedet er mindre stramt end i midten af 2000'erne

Stramheden på arbejdsmarkedet kan måles ved antallet af nye jobannoncer pr. ledig.<sup>1</sup> Det giver et billede af, hvor vanskeligt det er for arbejdsgiverne at hyre arbejdskraft, og dermed hvor stramt arbejdsmarkedet er set fra virksomhedernes synspunkt. Er der stor efterspørgsel efter arbejdskraft, vil der være relativt mange opslag efter nye medarbejdere sammenlignet med antallet af personer, der står til rådighed og vil kunne tage jobbet.

Stramheden på det samlede arbejdsmarked ligger aktuelt på niveau med efteråret 2006 og noget under toppunktet fra overophedningen i 2008, jf. figur 7. Siden opsvinget begyndte i 2013, er arbejdsmarkedets stramhed steget i et lavere tempo end i midten af 2000'erne, hvor den i årene op til krisen

1 Det er én måde at opgøre stramheden på. Opgørelsen overser visse elementer af arbejdsmarkedets stramhed, jf. boks 1 i slutningen af dette afsnit.

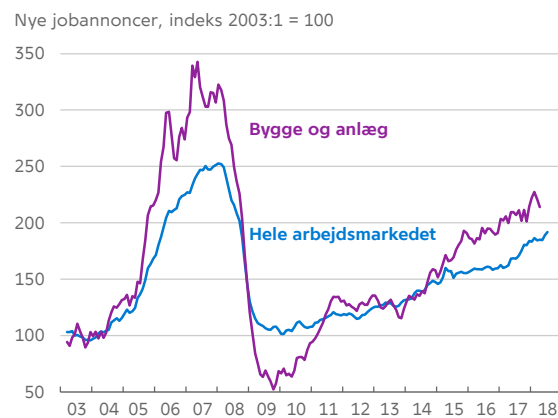
steg hurtigt og kraftigt. De seneste års mere beherskede stigninger hænger givetvis sammen med udvidelsen af arbejdsstyrken, der alt andet lige har medført et mindre rekrutteringsbehov målrettet ledige, og fremgangen på arbejdsmarkedet har derved kunnet foregå mere jævnt.

Den øgede stramhed på arbejdsmarkedet er et resultat af både en stigning i antallet af nye jobannoncer (tælleren), jf. figur 8, og et fald i ledigheden (nævneren). Faldet i ledigheden gælder bredt på tværs af faggrupper, jf. figur 9. Men ledigheden er stadig ikke presset i bund som i 2008. Størstedelen af de ledige er kun ledige i kortere perioder og fungerer dermed nærmere som led i den naturlige tilpasning af arbejdskraftefterspørgslen, end som en egentlig arbejdskraftreserve.

Der kan godt være pres på dele af arbejdsmarkedet, samtidig med at det ikke er tilfældet på det samlede arbejdsmarked. Inden for bygge- og anlægserhvervene er antallet af nye jobannoncer på tværs af stillingskategorier de seneste år steget hurtigere end den generelle udvikling. Ligeledes har branchen oplevet et af de kraftigste fald i ledighed, der nu ikke er langt fra bundniveauet i 2000'erne. Stramheden er således steget kraftigere end for arbejdsmarkedet overordnet set og er omtrentligt lig niveauet under overophedningen i 2000'erne. Også ledigheden for metalarbejdere og 3F'ere nærmer sig 2000'ernes bundniveau.

### Antallet af jobannoncer er stignende men under niveauet i midten af 2000'erne

Figur 8



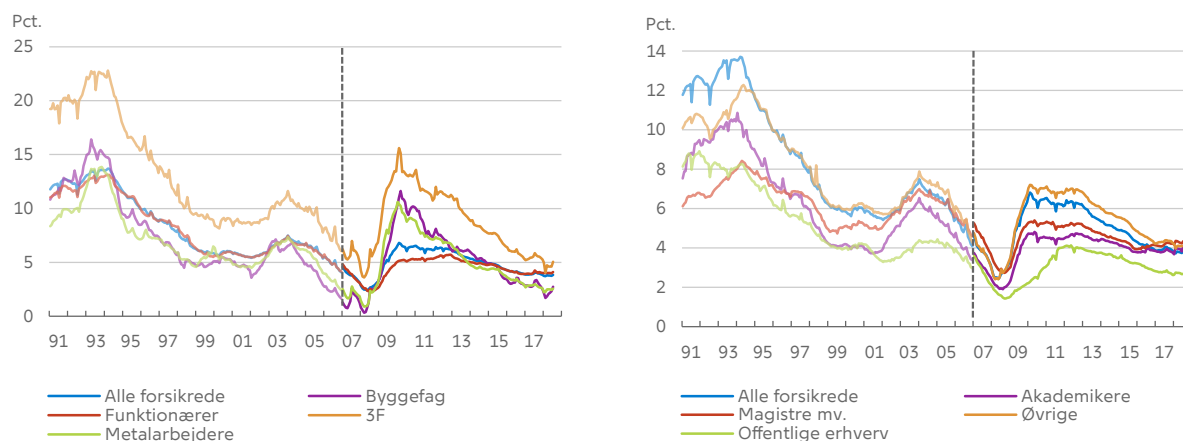
Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit. Egen sæsonkorrektur for bygge og anlæg.  
Kilde: Jobindex og egne beregninger.

Ledigheden for de øvrige faggrupper er ikke presset i bund som under overophedningen i 2008.

Det kan være et problem, hvis de lediges kvalifikationer ikke matcher de efterspurgte kvalifikationer. Der kan således godt være mangel på kvalificeret arbejdskraft inden for ét område af arbejdsmarkedet,

### Ledigheden er faldet for alle faggrupper

Figur 9



Anm.: Databrud i 1996 og 2007. Ledigheden er før 2007 opgjort som nettoledighed, dvs. ekskl. aktiverede, og fra og med 2007 som bruttoledighed. Niveauet kan ikke sammenlignes før og efter. Egen sæsonkorrektur.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## Om beregning af arbejdsmarkedets stramhed

Boks 1

Stramheden på arbejdsmarkedet udtrykker forholdet mellem efterspørgslen efter og udbuddet af arbejdskraft. I analysen måles arbejdsmarkedsstramheden som antallet af nye jobannoncer i forhold til antallet af (brutto)ledige.

Det giver dog ikke det fulde billede at måle arbejdsmarkedsstramheden på denne måde. Ikke al efterspurgt arbejdskraft annonceres via offentligt tilgængelige jobopslag, og langt fra alle ansøgere er (brutto)ledige på ansøgningstidspunktet. Derfor er opgørelsen en approksimation af stramheden på arbejdsmarkedet. Der er således megen reel efterspørgsel efter arbejdskraft, der ikke slås op i en jobannonce. Det kan skyldes, at arbejdsgiverne enten ikke betragter sandsynligheden for at modtage kvalificerede ansøgninger som stor nok i forhold til omkostningerne forbundet med processen, eller at arbejdsgiverne finder den efterspurgte arbejdskraft ad andre veje. Derudover bliver flertallet af stillinger besat ved såkaldte

job til job-transitioner, hvorfor det beregnede mål for udbuddet af arbejdskraft retteligt også burde indeholde personer i beskæftigelse, som søger nyt arbejde. En anden usikkerhed stammer fra, at (brutto)ledige i realiteten ikke er lige jobsøgende, hvilket ellers implicit ligger til grund for opgørelsen i denne Analyse.

Når det gælder arbejdsmarkedsstramheden for en specifik delmængde af arbejdsmarkedet (her bygge- og anlægsbranchen), er der yderligere usikkerhed. Den usikkerhed stammer fra matchningen mellem antallet af nye jobannoncer (opgjort efter stilling) og ledige (opgjort efter a-kasse). Da en branches medarbejdere ofte kan være medlemmer af forskellige a-kasser, og ikke alle a-kasser har opdelt deres ledighedstal på faggrupper, indeholder metoden væsentlig usikkerhed. Jo mindre del af arbejdsmarkedet, der betragtes, jo større er usikkerheden.

samtidig med at der overordnet set er ledige nok til at besætte de opslåede stillinger. Sådanne problemer bliver typisk mere udtalte, jo lavere det generelle ledighedsniveau er.

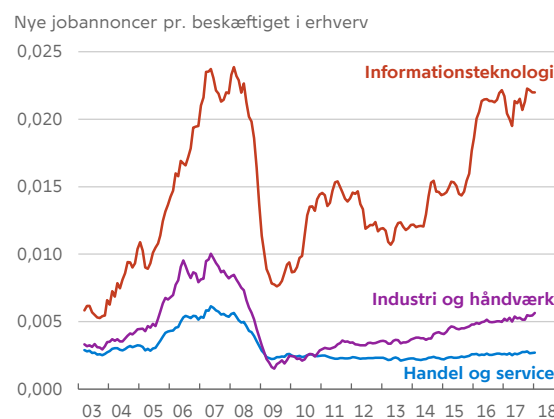
Antallet af opslag inden for it i forhold til branchens beskæftigelse er steget til omtrent topniveauet fra midten af 2000'erne, jf. figur 10. Omvendt er antallet af nye jobannoncer pr. beskæftiget steget særligt svagt i handel og service samt industri og håndværk, og niveauet er endnu langt fra, hvad det var i midten af 2000'erne. Det lave niveau inden for handel og service står i kontrast til de seneste års store stigning i beskæftigelsen, da drivkræfterne bag beskæftigelsesfremgangen netop har været serviceerhvervene. En del af forklaringen på den modsætningsfulde udvikling kan være den store stigning i arbejdsstyrken, og at arbejdskraften dermed ikke alene findes blandt de ledige (herunder udenlandsk arbejdskraft), men også ved at fastholde ældre medarbejdere.

## Demografiske ændringer har reduceret beskæftigelsesfrekvensen

Samlet set er befolkningen i den arbejdsdygtige alder<sup>2</sup> siden 2008 steget med i alt godt 130.000 personer. Opdelt på herkomst afspejler det 180.000

## Særligt inden for it slås der flere job op

Figur 10



Anm.: Egen sæsonkorrektion. 3 måneders glidende gennemsnit.  
Kilde: Jobindex, Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>2</sup> Den arbejdsdygtige alder er her defineret som de 20-69-årige.

flere indvandrere og knap 40.000 flere efterkommere, mens der er 85.000 færre personer med dansk oprindelse, jf. figur 11. Til sammenligning er lønmodtagerbeskæftigelsen steget med henholdsvis 75.000 og 15.000 fuldtidspersoner for indvandrere og efterkommere, mens der er 95.000 færre beskæftigede fuldtidspersoner med dansk oprindelse i den arbejdsdygtige alder. Udviklingen tydeliggør behovet for udenlandsk arbejdskraft til at understøtte opsvingets arbejdskraft efterspørgsel.

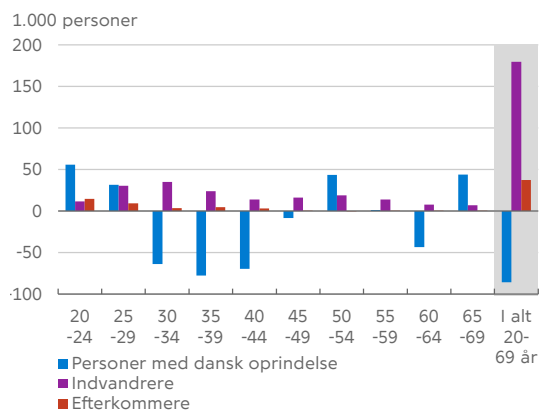
Opsvingets beskæftigelsesfremgang afspejler således, at befolkningen i den arbejdsdygtige alder er steget. Målt i forhold til denne er beskæftigelsen imidlertid endnu ikke på højde med overophedningen i 2008, jf. figur 12. Det skyldes til dels, at den demografiske udvikling har reduceret beskæftigelsesfrekvensen. Den lavere beskæftigelsesfrekvens er blandt andet et resultat af, at der nu er færre personer i de aldersgrupper, der i højere grad er beskæftigede, mens der er flere personer i de aldersgrupper, der er mindre tilbøjelige til at være i beskæftigelse. De små årgange fra 1980'erne er siden overophedningen i 2000'erne trådt helt ind på arbejdsmarkedet. Der er derfor nu særligt færre 30-44-årige personer med dansk oprindelse, jf. figur 11. Da personer i 30'erne og 40'erne typisk har høje beskæftigelsesfrekvenser, har udviklingen trukket den samlede beskæftigelsesfrekvens ned. I foråret 2018 var beskæftigelsesfrekvensen for personer med dansk oprindelse isoleret set 1,5 procentpoint lavere, end hvad den ville have været, hvis aldersfordelingen var som i 2008, jf. figur 12. Med uændret aldersfordeling ville beskæftigelsesfrekvensen omtrentligt være på niveau med toppunktet fra 2008.

Da befolkningen i den arbejdsdygtige alder siden 2008 samlet er steget relativt mere end beskæftigelsen, er beskæftigelsesfrekvensen nu lavere. Isoleret set er det delvist et udtryk for et lavere strukturelt niveau på grund af den demografiske udvikling. I en historisk sammenligning af den samlede beskæftigelsesfrekvens er det derfor vigtigt at have de underliggende demografiske ændringer in mente, og det er ikke forventeligt, at beskæftigelsesfrekvensen kommer op på topniveauet fra 2000'erne foreløbigt.

På tværs af aldersgrupper har udviklingen siden 2008 været vidt forskellig. Især beskæftigelsesfrekvensen for de ældre er steget, jf. figur 13.

Indvandring har siden 2008 øget befolkningen i alderen 20-69 år

Figur 11

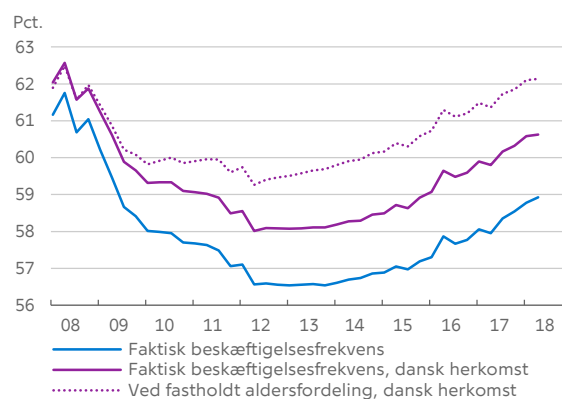


Anm.: Ændring i folketal fra 2008 til april 2018. Egen sæsonkorrektur.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Ændret aldersfordeling har reduceret beskæftigelsesfrekvensen

Figur 12



Anm.: Beskæftigelsesfrekvens for 20-69-årige lønmodtagere målt i fuldtidspersoner. Egen sæsonkorrektur.

Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats og egne beregninger.

Det indikerer, at de gennemførte reformer om senere tilbagetrækning holder flere ældre på arbejdsmarkedet, hvilket har medvirket til den store stigning i arbejdsstyrken. En øget uddannelsesintensitet har omvendt haft betydning for de yngre aldersgruppers beskæftigelsesfrekvens, som er faldet i perioden. Blandt de midterste aldersgrupper er kun beskæftigelsesfrekvensen for de 50-59-årige på niveau med 2008. Frekvensen er for 30-39-årige og 40-49-årige henholdsvis 5 og 2 procentpoint under toppunktet i 2008.

Den demografiske modvind må endvidere isoleret set forventes at reducere væksten i produktionen målt pr. hoved, jf. Ellermann-Aarslev, Hvolbøl og Pedersen (2018).

### Det kan blive sværere at tiltrække udenlandsk arbejdskraft for at understøtte opsvinget

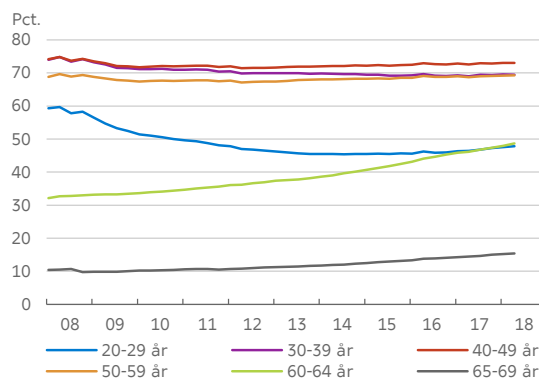
Holdbarheden af det nuværende opsving afhænger af fortsat tilgang til arbejdsstyrken. Da allerede gennemførte reformer kun delvist modgår, at den demografiske udvikling trækker ned i arbejdsstyrken, er tilgang af udenlandsk arbejdskraft nødvendig for at understøtte opsvingets fortsatte efterspørgsel efter arbejdskraft.

Der er imidlertid tegn på, at det fremover kan blive sværere at tiltrække udenlandsk arbejdskraft. Situationen i de udenlandske arbejdstageres hjemlande er i tiltagende grad præget af kapacitetspres. Den rapporterede mangel på arbejdskraft er de seneste år steget markant og ligger nu langt over niveauet i midten af 2000'erne, jf. figur 14. Da landenes økonomiske strukturer har forandret sig betragteligt over de senere år i forbindelse med integrationen i EU, er den direkte sammenligning med 2000'erne næppe retvisende, og andre mål for presset i økonomierne giver heller ikke samme indtryk som mangelindikatoren. Endvidere bygger indikatorerne på en spørgeskemaundersøgelse blandt en stikprøve af virksomheder, og de kan således være behæftet med betydelig usikkerhed. Ledigheden i hjemlandene for mange af de udenlandske lønmodtagere er dog faldet mærkbart og er endda i flere tilfælde under niveauet i Danmark, jf. figur 15. Det vil alt andet lige øge mulighederne for, at udenlandske lønmodtagere kan få arbejde i hjemlandet og dermed ikke i så høj grad vil søge job i Danmark.

Lønniveauet i Danmark er imidlertid generelt højere end i hjemlandene. Det gør isoleret set et job i Danmark mere attraktivt, især hvis lønnen primært for-

### Beskæftigelsesfrekvensen er steget betragteligt for de ældre

Figur 13

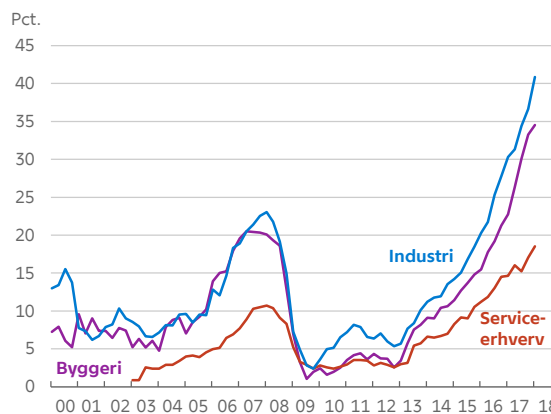


Anm.: Beskæftigelsesfrekvens for lønmodtagere i fuldtidspersoner. Egen sæsonkorrektur. Beskæftigelsesfrekvensen for de 65-69-årige er præget af en opadrettet bias som følge af databegrænsninger, da beskæftigelsestillene indeholder alle ældre end 64 i beskæftigelse, hvorimod befolkningstallene indeholder de 65-69-årige. Effekten vurderes dog at være begrænset.

Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats og egne beregninger.

### Stigende mangel på arbejdskraft i EU11

Figur 14



Anm.: Andelen af virksomheder, der adspurgt om, hvilke faktorer der begrænser deres forretning, har svaret arbejdskraftmangel. EU11 dækker over Bulgarien, Estland, Kroatien, Letland, Litauen, Polen, Rumænien, Slovakiet, Slovenien, Tjekkiet og Ungarn. For industrien og serviceerhvervene er Kroatien ikke med grundet manglende data. De samlede indikatorer er vægtet med befolkningernes størrelse i den arbejdsdygtige alder.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.



bruges i et hjemland med lavt prisniveau. Lønniveauet har målt ved ILO-fortjenesten siden 2012 været svagt stigende i hjemlandene i forhold til i Danmark, både i fremstillingsindustrien og i bygge- og anlægs- erhvervene. Men for især de østeuropæiske lande er der endnu langt op til det danske lønniveau.

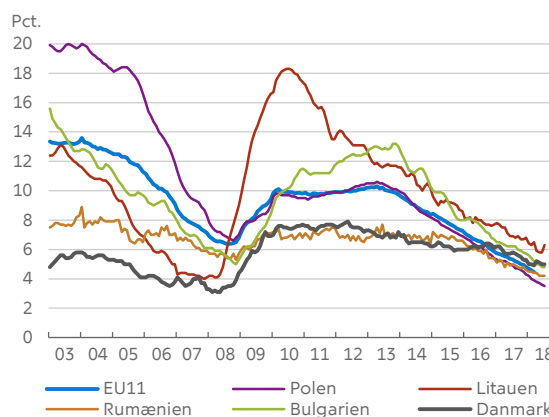
## Litteratur

Ellermann-Aarslev, Christian, Tina Saaby Hvolbøl og Erik Haller Pedersen (2018), *Væksten i velstand er i demografisk modvind*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar.

Kristoffersen, Mark Strøm (2018), *Hvorfor er de nominelle lønstigninger så lave?* *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, juli.

### Ledigheden er faldet markant i de fleste udenlandske lønmodtageres hjemlande

Figur 15



Anm.: Ledigheden for EU11 er et vægtet gennemsnit af ledigheden i de enkelte lande (nævnt i anmærkningen til figur 14) fra arbejdskraftundersøgelsen Labour Force Survey, LFS, i forhold til befolkningernes størrelse.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

## 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

Redaktionen er afsluttet  
7. september 2018

**Christian Ellermann-Aarslev**  
Economist, PhD,  
Macroeconomic Analysis  
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK



DANMARKS  
NATIONALBANK