

DANMARKS NATIONALBANK

12. SEPTEMBER 2018 — NR. 15

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI – SEPTEMBER 2018

Højkonjunktur uden tegn på ubalancer

- Fremgangen i dansk økonomi fortsætter med en BNP-vækst på 1,8 pct. i 2017 og 2018 i gennemsnit og omtrent tilsvarende de kommende år. Der er ikke tegn på, at der er opbygget betydelige ubalancer, og der er rum til et større efterspørgselspres bl.a. som følge af udsigten til en fortsat pæn vækst i arbejdsstyrken.
- Risikoen for øget protektionisme har delvist materialiseret sig igennem 2018, og yderligere eskalering vil udgøre en trussel mod fortsat fremgang i den globale og danske økonomi.
- Et balanceret forløb kræver bl.a., at finanspolitikken ikke skubber yderligere til efterspørgslen. Regeringen bør samtidig være forberedt på at kunne iværksætte en finanspolitisk stramning med henblik på at dæmpe væksten i efterspørgslen.

INDHOLD

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



Moderat højkonjunktur

med øget pres på
arbejdsmarkedet

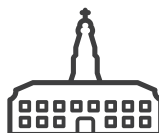
Læs mere



1,8 pct. vækst i realt BNP

i 2017-18, 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

- Dansk økonomi har bevæget sig længere ind i højkonjunktoren, og det er sket, uden at der er opbygget betydelige ubalancer.
- Der er også fremgang i den globale økonomi og udsigt til pæn vækst på de danske eksportmarkeder.
- Presset på arbejdsmarkedet er øget, og der er begyndende tegn på, at det slår ud i højere lønstigninger, især i bygge- og anlægserhvervene.
- Forbrugerpriserne udvikler sig fortsat svagt, og det underliggende inflationspres i økonomien er moderat.
- De finansielle forhold er lempelige. Forbrugerne er optimistiske, opsparingen er høj, og formuen stiger. Det er et solidt afsæt for fortsat vækst i efterspørgslen.
- Boligmarkedet på landsplan er i fremgang og understøtter væksten. I København er der tegn på, at priserne på ejerlejligheder foreløbigt har toppet.
- Det reale BNP skønnes at vokse med i 1,8 pct. i 2017 og 2018 i gennemsnit og tilsvarende i 2019 og 2020. Beskæftigelsen forventes øget med yderligere 70.000 frem mod 2020.
- Prognosens opadrettede risici knytter sig til, at forbrugs- og investeringstilbøjeligheden hos husholdningerne og virksomhederne kan blive noget kraftigere end ventet. Det vil gøre presset på kapaciteten større end forudset. De nedadrettede risici knytter sig til udlandet, herunder om protektionisme spreder sig.
- Det er i gode tider, at man skal forberede sig på tiden efter en vending i konjunkturerne. Finanspolitikken skal medvirke til, at opsvinget forbliver balanceret, og bør ikke skubbe yderligere til efterspørgslen. Det vil bidrage til en blød landing efter højkonjunktoren. En vækstafdæmpning mod slutningen af højkonjunktoren kalder ikke på særlige tiltag i den økonomiske politik.

Centrale økonomiske størrelser

	2017	2018	2019	2020	2017		2018	
					4. kv.	1. kv.	2. kv.	
BNP (realt), pct.	2,3	1,3	1,8	1,7	0,9	0,3	0,2	
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.921	2.969	3.002	3.026	2.939	2.953	2.965	
Ledighed, brutto, 1.000 personer	116	107	99	93	115	111	109	
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,6	5,9	6,3	5,8	6,5	4,9	4,6	
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,1	0,0	-0,3	-0,5	1,3	-0,1	0,5	
Huspriser ¹ , pct. år-år	4,0	3,8	3,1	2,7	3,9	4,9	3,8	
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	1,1	0,8	1,4	1,6	1,2	0,5	0,9	
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,1	2,5	3,0	3,3	2,0	2,2	2,5	

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.

Udsigter for dansk økonomi

Højkonjunktoren fortsætter uden tegn på opbygning af betydelige ubalancer

Der har været fremgang i dansk økonomi siden begyndelsen af 2013 med en vedholdende vækst i bruttonationalproduktet, BNP, og stigende beskæftigelse. Vækstraten har været moderat sammenlignet med tidligere opgange, men dog over potentialet. Den udvikling fortsatte i første halvdel af i år. Der er tale om en af de længste perioder med fremgang de seneste årtier, og det er sket, uden at der er opbygget betydelige ubalancer. Især den stadigt stigende arbejdsstyrke har været en afgørende forudsætning for det langstrakte opsving – og for at det kan fortsætte.

De finansielle forhold er for øjeblikket lempelige og har været det i nogen tid. Det bidrager til højkonjunktoren¹. Markederne forventer, at de lempelige finansielle forhold – bl.a. en meget lav rente – varer prognoseperioden ud, jf. figur 1.

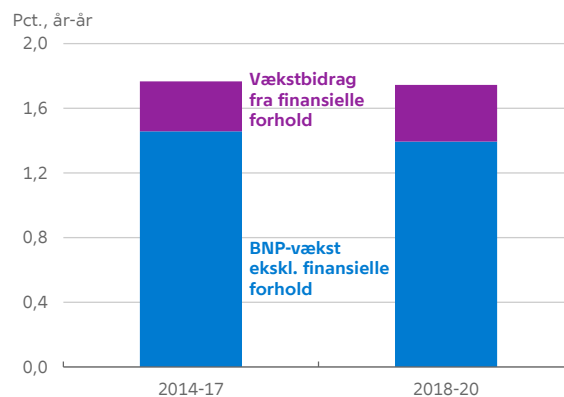
De lave renter har understøttet boligmarkedet de senere år, og fremgangen har spredt sig til næsten hele landet. Antallet af handler er dog bøjet lidt af i 1. halvår 2018, og priserne på ejerlejligheder i København er faldet lidt. Det kan være et varsel om, at prisstigningen på ejerlejligheder i de større byer, herunder København, foreløbig har toppet. Under konjunkturvendingen i midten af 2000'erne viste en afmatning sig også først i København.

De seneste års stigende boligpriser har forøget husholdningernes formuer. Samtidig har husholdningerne igennem en længere periode sparet op og er nu mere velpolstrede. I takt med stigende beskæftigelse og lave renter er de disponible indkomster øget. Alt det udgør sammen med en høj forbrugertillid et godt afsæt for en ikke-kreditdrevet privat forbrugs-vækst de kommende år, ligesom husholdningerne har noget at stå imod med, hvis renterne stiger.

Der er også pæn vækst i den globale økonomi, som understøttes af en lempelig pengepolitik og i USA af en stærkt ekspansiv finanspolitik. I euroområdet er væksten dog løjet lidt af de seneste kvartaler.

Lempelige finansielle forhold understøtter fremgangen i økonomien

Figur 1



Anm.: Lempelige finansielle forhold vurderet ud fra renter, kredit, boligpris og aktiekurser. 2017 er korrigeret for patentbetaling, jf. boks 1.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

Fremgangen i udlandet og de meget lave renter udgør stærke stimuli for efterspørgslen efter danske varer og tjenester. Der er dermed et solidt afsæt for, at højkonjunktoren i dansk økonomi vil fortsætte, og at økonomien vil bevæge sig dybere ind i højkonjunktoren. Det hører imidlertid med til billedet, at usikkerheden om den internationale situation er øget. USA har gennemført en række protektionistiske tiltag over for sine samhandelspartnere, som er blevet gengældt. Eskalerer dette yderligere, vil det svække international handel og kan i sidste ende ramme Danmarks eksport- og importmuligheder og dermed velstanden.

Væksten i realt BNP i år skønnes til 1,3 pct. stigende til 1,8 pct. i 2019 og 1,7 pct. i 2020. Vækstskønnet for 2018 er justeret ned i forhold til seneste prognose. Det skyldes hovedsageligt, at Danmarks Statistik har placeret en stor patentbetaling i 1. kvartal 2017, jf. boks 1. Set under ét skønnes BNP-væksten i 2017 og 2018 til 1,8 pct. i gennemsnit.

På efterspørgselssiden trækkes væksten de kommende år især af det private forbrug og eksporten, jf. figur 2. Beskæftigelsen ventes at stige med 70.000

¹ Se Jakob Roager Jensen og Jesper Pedersen, Finansielle forhold understøtter det nuværende opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2018.

personer frem mod udgangen af 2020. Den vil dermed være øget med over en kvart million personer siden begyndelsen af 2013 svarende til 10 pct.

I takt med at økonomien bevæger sig længere ind i højkonjunktoren de kommende år, vil presset på produktionskapaciteten tage til.

Det er dansk økonomi godt rustet til. Der er endnu ledige ressourcer uden for arbejdsmarkedet, fx studerende, som der kan trækkes på, og stadig flere vil udskyde pensionsalderen, i takt med at efterløns- og pensionsalderen hæves yderligere i de kommende år. Samtidig gør det store overskud på betalingsbalancen det muligt, at en øget import kan dække noget af efterspørgslen. Produktionsgab, der er forskellen mellem faktisk og konjunktneutral produktion, vurderes kun at vokse lidt.

Til denne vurdering knytter der sig en væsentlig usikkerhed omkring forudsætningen om øget arbejdsstyrke og den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet. I tidligere højkonjunkturer har det vist sig, at arbejdsmarkedet kan stramme til hurtigt og – typisk sammen med boligmarkedet – skabe en overophedning af økonomien.

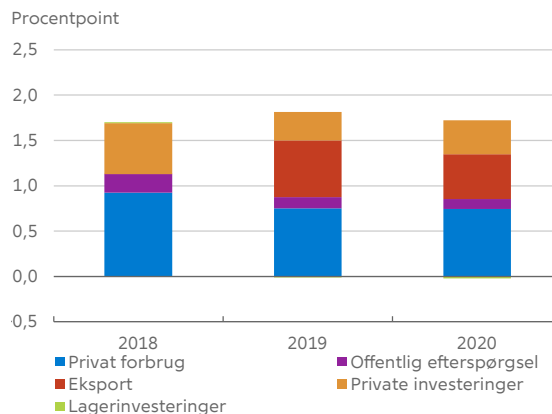
Med udsigten til fortsat lave renter ligger ansvaret for, at opsvinget forbliver balanceret, tungt hos finans- og strukturpolitikken. Ifølge finanslovsforslaget er den samlede virkning af finans- og strukturpolitikken svagt dæmpende på kapacitetspresset i dansk økonomi i år og til næste år. Det skyldes dog alene forudsatte virkninger fra tidligere gennemførte reformer. Finanspolitikken bidrager ikke til at dæmpe efterspørgselsvæksten i år og til næste år. Aftalen om finansloven for næste år bør ikke skubbe mere til efterspørgslen.

Regeringen bør samtidig være forberedt på med kort varsel at kunne iværksætte en finanspolitisk stramning med henblik på at dæmpe væksten i efterspørgslen, hvis der opstår tegn på, at økonomien er på vej ind i en overophedning.

Efter en lang periode med opsving vil væksten på et eller andet tidspunkt tage af og presset på arbejdsmarkedet og kapaciteten i virksomhederne lettes. Det er helt naturligt og ikke et udtryk for en lavkonjunktur eller et signal om, at finanspolitikken skal lempes. De indbyggede stabilisatorer i bl.a. skatte- og indkomstoverførselssystemet vil bidrage til en blød landing.

BNP-væksten trækkes af privat forbrug og eksport

Figur 2



Anm.: Importkorrigerede vækstbidrag. Der er set bort fra patentbetalingen i 1. kvartal 2017.

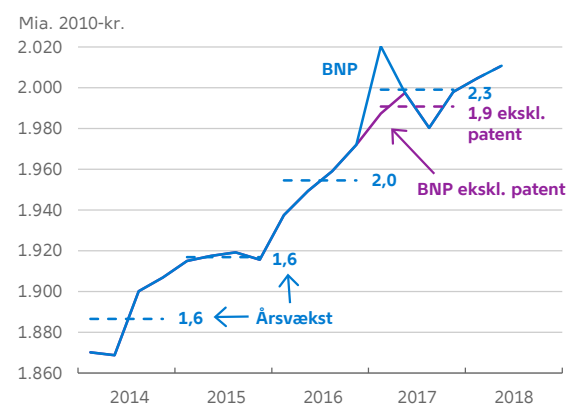
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Usikkerhed om BNP-vækstprofil

Boks 1

Danmarks Statistik har med offentliggørelsen af nationalregnskabet for 4. kvartal 2017 placeret en større enkeltstående betaling for et danskejet patent i 1. kvartal 2017, jf. figur. Det påvirker vækstforløbet i 2017 og 2018. Posteringen øger BNP med 0,4 pct. i 2017 og reducerer tilsvarende væksten i 2018, hvor det ekstraordinære vækstbidrag bortfalder. Danmarks Statistik vil muligvis senere periodisere patentbetalingen, så den ændrer BNP-vækstprofilen igen.

Ujævn BNP-vækstprofil



Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Dansk økonomi trues af øget protektionisme

Protektionisme har de senere år fyldt meget i den økonomisk-politiske debat, og der er de seneste måneder taget en række konkrete protektionistiske tiltag. Hvis det eskalerer, kan det potentielt ramme dansk økonomi hårdt på lidt længere sigt, da dansk økonomi er meget 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. Virksomheder, der handler med udlandet, er i gennemsnit mere produktive end virksomheder, der ikke gør det, jf. figur 3. Mindre samhandel vil således også ad den vej kunne hæmme væksten i velstand på længere sigt.

Større – men håndterbart – pres på arbejdsmarkedet

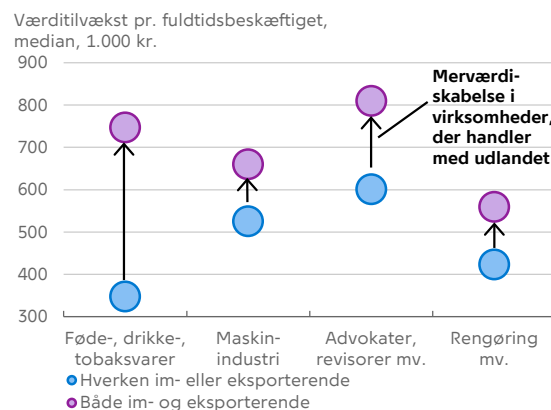
Beskæftigelsen stiger fortsat med 3-4.000 personer pr. måned, og ledigheden falder. Det betyder, at presset på arbejdsmarkedet er forstærket.²

Beskæftigelsen er steget med lidt over 200.000 personer, siden opsvinget tog fart i begyndelsen af 2013. Fremgangen er næsten udelukkende sket i den private sektor, og især i serviceerhvervene. Forholdsmæssigt har fremgangen dog været størst inden for bygge- og anlægserhvervene, og det er også her, kapacitetspresset er størst. Af den samlede fremgang er ca. en tredjedel udenlandsk arbejdskraft. En fjerdedel stammer fra øget erhvervsdeltagelse blandt 60-årige eller ældre, og yderligere en fjerdedel fra faldende ledighed. Den resterende sjettedel kommer fra personer, der er trådt ind på arbejdsmarkedet, fx øvrige modtagere af indkomstoverførsler.

Fremgangen i beskæftigelsen har under det nuværende opsving været sundere og mere balanceret end under opsvinget i midten af 2000'erne, der endte med en overophedning af økonomien. Målt i forhold til antallet af personer i den arbejdsdygtige alder ligger beskæftigelsen noget under niveauet i 2008, og det gælder i endnu højere grad, når der tages højde for, at den gennemsnitlige arbejdstid er faldet.

Højere produktivitet i virksomheder, der handler med udlandet

Figur 3



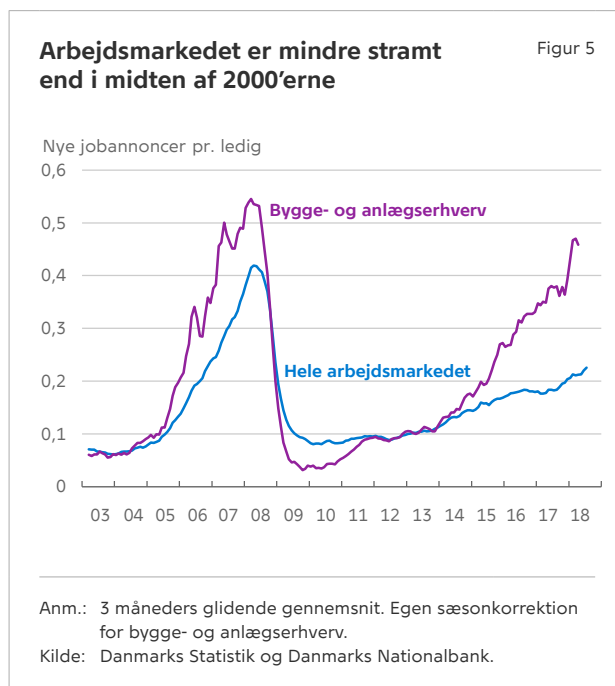
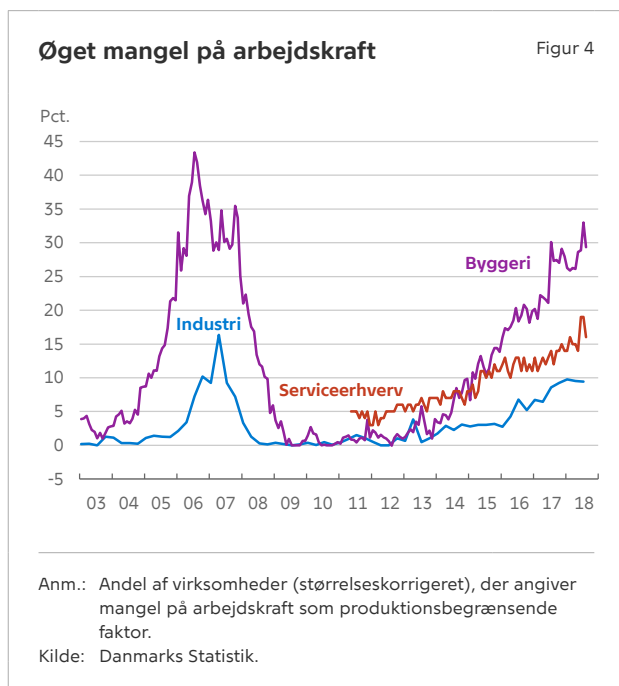
Anm.: Data for 2015. Datagrundlaget er som beskrevet i Mark Strøm Kristoffersen, Morten Spange og Sune Malthe Thagaard, Spredning af ny viden gavner virksomhedernes produktivitet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, september 2017.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Adgang til udenlandsk arbejdskraft har været afgørende under det nuværende opsving. Uden denne arbejdskraft ville opsvinget formentlig være kørt af sporet. Fremover kan det blive sværere at tiltrække tilstrækkeligt med kvalificeret udenlandsk arbejdskraft, da mange af de lande, hvorfra denne arbejdskraft kommer – især i Østeuropa, har højkonjunktur og dermed gode beskæftigelsesmuligheder i hjemlandet til stigende lønninger. Det er dog endnu ikke for alvor slået igennem på tilstrømningen.

En stor andel af virksomhederne melder om stigende problemer med at få den kvalificerede arbejdskraft, som de efterspørger, jf. figur 4. Set i forhold til antallet af ledige personer er antallet af nye stillingsopslag dog fortsat noget lavere end for ti år siden, jf. figur 5. Kapacitetsudnyttelsen i industrien er desuden ikke høj sammenlignet med tidligere, og både beskæftigelsen i byggeriet og omfanget af bolig-, bygge- og anlægsprojekter på landsplan er noget lavere end i midten af 2000'erne.

² Jf. Christian Ellermann-Aarslev, Arbejdsmarkedet strammer langsomt til, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, september 2018.

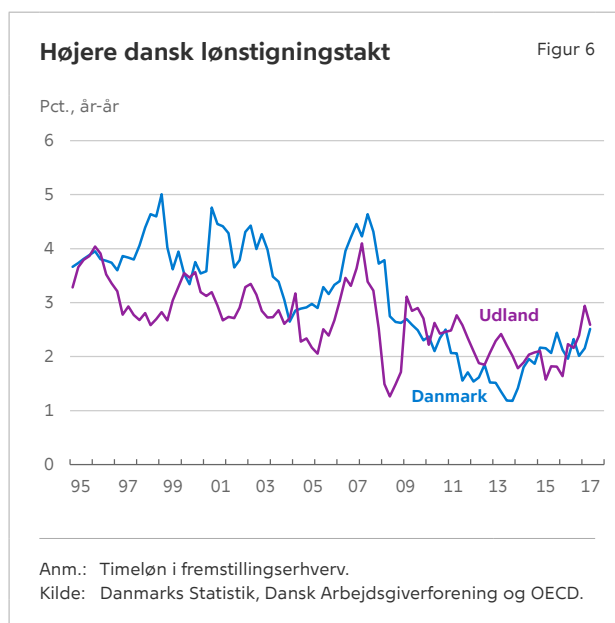


Ledigheden er faldet støt siden midten af 2012, når der ses bort fra de tekniske bevægelser, som knytter sig til integrationsydelse og omlægningen af dagpengesystemet. Bruttoledigheden, inkl. jobparate modtagere af integrationsydelse, er med ca. 110.000 personer lidt under sit konjunkturneutrale niveau, men ledigheden er ikke presset helt i bund, som det var tilfældet for ti år siden.

Beskæftigelsen skønnes aktuelt at ligge ca. 40.000 personer over det strukturelle niveau. I de kommende år bidrager allerede vedtagne reformer til at løfte den strukturelle arbejdsstyrke med yderligere 60.000 personer. Det skyldes hovedsagelig, at efterløns- og pensionsalderen gradvis stiger. Frem mod 2020 ventes beskæftigelsen at vokse med 70.000 personer, hvor langt hovedparten kommer fra en større arbejdsstyrke. Alt i alt er presset på arbejdsmarkedet lige nu et stykke fra overophedningen i 2008, og den situation ventes opretholdt i prognoseperioden.

Højere lønstigningstakt

Der er tegn på, at det større pres på arbejdsmarkedet så småt begynder at give sig udslag i lønstigningstakten. I 2. kvartal var lønnen i den private sektor 2,3 pct. højere end for et år siden ifølge Danmarks Statistiks opgørelse. Det er højere end den har været de senere år, men endnu moderat, jf. figur 6. I lyset af den fortsat lave stig-



ningstakt i forbrugerpriserne betyder det pæn vækst i reallønnen.

Inden for bygge- og anlægserhvervene, hvor kapacitetspresset vurderes at være størst, steg lønnen med 2,8 pct. Det er 0,8 procentpoint mere end i 1. kvartal. Øget pres i økonomien slår typisk først igennem på lønstigningstakten inden for bygge- og anlægserhvervene.

Blandt fremstillingsvirksomhederne, hvor en stor del af produktionen går til eksport, steg lønnen med 2,5

pct. i 2. kvartal. Lønstigningstakten hos de udenlandske konkurrenter er også gået op.

Forårets overenskomstforhandlinger inden for det offentlige område resulterede i lønstigninger de næste tre år, der ligger over den seneste overenskomstperiode og omtrent på linje med rammerne i de centrale overenskomster på det private arbejdsmarked, der blev indgået for halvandet år siden.

Det øgede pres på kapaciteten skønnes gradvist at løfte lønstigningstakten yderligere i de kommende år til lidt over 3 pct. pr. år. Det er inden for, hvad økonomien kan bære uden at løbe af sporet.

Lidt svagere udsigter for dansk eksport

Eksporten af varer målt i løbende priser har ligget stort set fladt igennem 2017 og den forløbne del af 2018. Tjenesteeksporten er faldet lidt tilbage, delvist fordi den er normaliseret efter et større patentsalg, der blev registreret i 1. kvartal 2017. Eksporten af søfragt, der er særlig eksponeret over for handelshindringer, har udviklet sig svagt og er nu ca. 7 pct. lavere end for et år siden. Samtidig er importen af varer og serviceydelser steget, men ikke voldsomt i betragtning af den indenlandske konjunkturfremgang.

Væksten i verdenshandlen er aftaget gennem de seneste kvartaler, og indikatorerne peger på yderligere fald. Det hænger sammen med en international afmatning i begyndelsen af året, men øget protektionisme med højere toldsatser på udvalgte varer kan også spille ind.

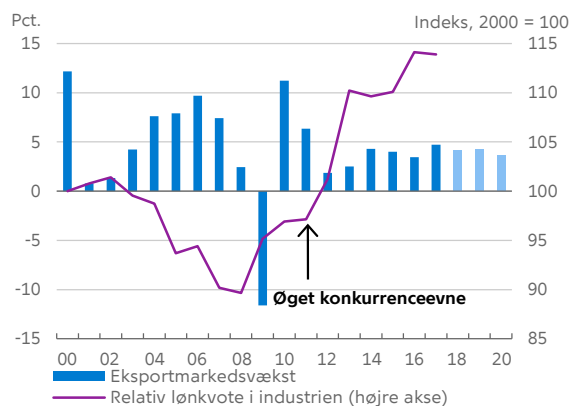
Opbremningen i verdenshandlen og udsigt til lidt lavere vækst i euroområdet har betydet, at markedsvæksten på de danske eksportmarkeder er justeret lidt ned i år og næste år, men niveauet for væksten er fortsat pænt, jf. figur 7.

Danske virksomheders konkurrenceevne er stadig god, og de står godt rustet til fortsat at kunne imødekomme efterspørgslen fra udlandet.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er faldet med ca. 50 mia. kr. siden sidste efterår, jf. figur 8. Målt som 12-måneders sum er overskuddet nu på ca. 120 mia. kr. svarende til 5,6 pct. af BNP. Udviklingen har især været drevet af, at overskuddet på handlen med varer og tjenester er faldet. Afkastet på den danske udlandsformue er også faldet lidt. I takt med øget indenlandsk aktivitet ventes overskuddet

Lidt lavere eksportmarkedsvækst og god konkurrenceevne

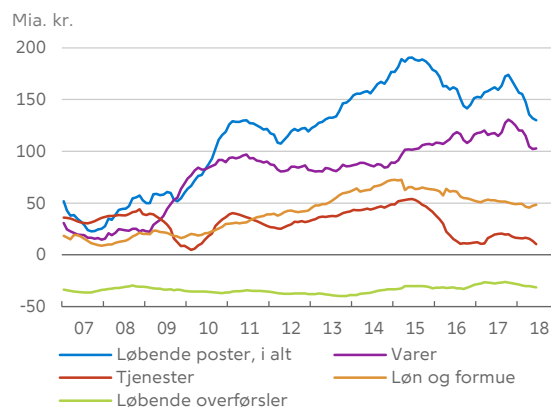
Figur 7



Anm.: Eksportmarkedsvækst viser væksten i import for varer og tjenester på Danmarks eksportmarkeder. Relativ lønkvote i industrien måler dansk industris lønkurrenceevne over for Danmarks største samhandelspartnere.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Fald i overskuddet på betalingsbalancen

Figur 8



Anm.: 12-måneders sum.
 Kilde: Danmarks Statistik.

på betalingsbalancen at falde yderligere de kommende år, men forblive på et højt niveau.

Svag vækst i forbrugerpriserne

Forbrugerpriserne udvikler sig fortsat svagt. Prisstigningstakten (HICP) lå i august på 0,8 pct. Det er noget svagere end i euroområdet, hvor den var 2,0 pct. De danske prisstigninger har nu i en periode været svagere end i euroområdet. Den lavere inflations i Danmark afspejler især lavere prisstigninger på

fødevarer. Prisstigningstakten mellem Danmark og euroområdet har før afvejet på kort sigt. På mellem-langt sigt følges prisstigningstakten ad.

Det underliggende prispres i økonomien er fortsat moderat. Kerneinflationen, dvs. forbrugerpris-inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, ligger omkring 0,6 pct. og dermed lidt under stigningen i forbrugerpriserne. Den indenlandsk markedsbestemte inflation er faldet over de seneste måneder.

Olieprisen er steget gennem første del af 2018, og energipriserne trækker op i det samlede prisindeks i engrosledet. Importpriserne bidrager ikke til at øge prispreset, da de holdes nede af en styrket effektiv kronekurs. Det gør udenlandske varer billigere i danske kroner. Den effektive kronekurs er steget ca. 4 pct. siden begyndelsen af 2017, bl.a. som følge af en svagere dollar.

I takt med at lønstigninger og kapacitetspres øges, forventes forbrugerpriserne at stige lidt mere de kommende år. Der forventes en stigning på 0,8 pct. i år, 1,4 pct. i 2019 og 1,6 pct. i 2020.

Boligmarkedet er i fremgang og på vej mod en bedre geografisk balance

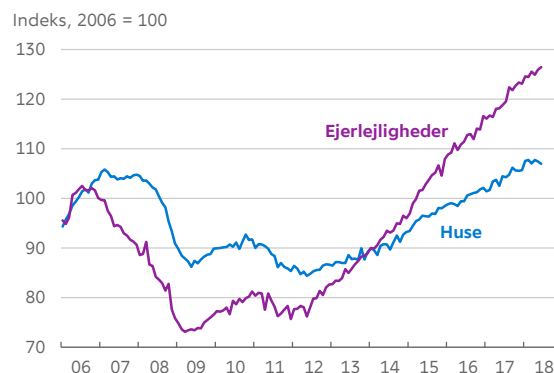
Huspriserne på landsplan er fladet lidt ud de seneste måneder, jf. figur 9. Boligmarkedet har været i fremgang siden 2012 med stigende priser og omsætning. I begyndelsen var fremgangen koncentreret i de store byer, men den har de senere år været mere bredt fordelt geografisk.

Handelsaktiviteten er fortsat høj, men er bremsset lidt op de seneste måneder for både huse og ejerlejligheder. Udbuddet af boliger til salg har ligget fladt det seneste år for huse, men er steget for ejerlejligheder. Imens er liggetiderne faldet. Der er dog betydelige geografiske forskelle. I nogle dele af landet er udbuddet af boliger til salg fortsat højt og liggetiderne lange.

Prisstigningstakten på boliger har under opsvinget været højest i hovedstadsområdet. Priserne på ejerlejligheder i København er dog bremsset op det seneste halve år, og der er tegn på, at de foreløbigt har top-

Huspriserne er fladet ud

Figur 9



Anm.: Sæsonkorrigeret.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

pet. Det skal ses i lyset af, at priserne på ejerlejligheder i København vurderes at være kommet højere op, end udviklingen i de disponible indkomster og renter tilsiger. Samtidig finansieres boliger i København ofte end i resten af landet med mere risikable låntyper. Det øger boligejernes rentefølsomhed. Opbremsningsen i priserne er derfor velkommen.

En medvirkende årsag til opbremsningen i priserne i København kan være, at der gennem de senere år har været et betydeligt nybyggeri. Hertil kommer ændringen af boligbeskatningen fra 2021, som blev vedtaget sidste år, og som allerede i dag kan lægge en dæmper på prisstigningen på især ejerlejligheder. Endelig kan justeringen af god skik-reglerne, der fra årsskiftet har lagt restriktioner på valg af låntype for boligkøbere, der har stor gæld i forhold til indkomsten og ejendommens værdi (såkaldte makroprudentielle tiltag), også være en årsag.

Når boligpriserne stiger i et område, bliver det mere fordelagtigt at købe i et andet område, først og fremmest i pendlerafstand. Især prisudviklingen i København har afsmittende effekt på priserne i hele landet, en såkaldt bølgeeffekt³. Årene med høje prisstigninger i København trækker således priserne op i omegnskommunerne og videre ud i landet. Det

³ Jf. Simon Juul Hviid, A regional model of the Danish housing market, Danmarks Nationalbank Working Paper, nr. 121, september 2017.

sker med en vis forsinkelse, så den afdæmpning, der nu ses i København, vil først efterhånden smitte af på resten af boligmarkedet.

Med positive udsigter for dansk økonomi og fortsat lave renter forventes boligpriserne at fortsætte med at stige de kommende år. Markedsforventningerne til renterne er, at de stiger gradvist de kommende år, men de vil fortsat være meget lave. Priserne på enfamiliehuse skønnes på den baggrund at stige med 3-4 pct. årligt på landsplan frem til 2020. Det svarer omtrent til den forventede vækst i husholdningernes disponible indkomster.

Godt udgangspunkt for privat forbrug og erhvervsinvesteringer

Stigende boligpriser har sammen med en tilbageholdende forbrugsadfærd igennem en årrække øget husholdningernes formuer betragteligt. Samtidig stiger de disponible indkomster, i takt med at beskæftigelsen stiger, og lønnens købekraft forøges, da lønstigningerne i en årrække har været højere end stigningen i forbrugerpriserne. Forbruget er ikke fulgt med op, og det er usædvanligt, at det private forbrug er så lavt så langt inde i en højkonjunktur. Danske husholdninger har et solidt udgangspunkt for at øge forbruget fremover, jf. figur 10.

Markedsdeltagerne på de finansielle markeder forventer lidt højere renter de kommende år. Det vil lægge en vis dæmper på prisstigningerne på boliger, det private forbrug og erhvervsinvesteringerne. Renteniveauet vil fortsat være lavt set i et længere perspektiv, og det vil stimulere efterspørgslen.

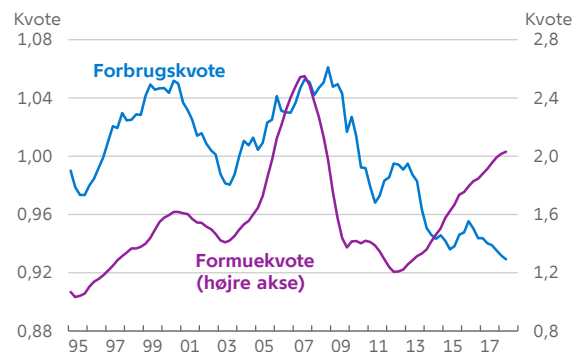
Erhvervsinvesteringerne er grundlæggende afstemt med konjunktursituationen herhjemme. I takt med at kapaciteten strammer til, ventes de private erhvervsinvesteringer at stige yderligere. Det gælder særligt materielinvesteringer.

Lille overskud på de offentlige finanser

I 2017 var der et overskud på de offentlige finanser på 1,1 pct. af BNP. Det var det første overskud siden finanskrisen, når der korrigeres for ekstraordinære tiltag. I år og de kommende par år forventes stort set balance. 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, at det nye ejendomsvurderingssystem blev

Husholdningerne er tilbageholdende trods stigende indkomst og formue

Figur 10



Anm.: Forbrugs- og formuekvoterne er korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparring i 2013-15. Kvoterne angiver henholdsvis forbrug og (forbrugsbestemmende) formue som andel af disponibel indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

indført, trækker omvendt i retning af at forringe den offentlige saldo. Saldoen er herudover meget følsom over for udfaldet af pensionsafkastbeskatningen (PAL-skatten), der afhænger af udviklingen i renter og aktiekurser.

Risiciene er balancerede, men truslen om mere protektionisme øger de nedadrettede risici

Husholdningernes opsparingsiver er fortsat stor. Skulle det ændre sig, er der et væsentligt potentiale for, at det private forbrug kan stige hurtigere, end der er lagt til grund i prognosen. I år og næste år får husholdningerne ydermere en række engangsudbetalinger i form af tilbageførsel af tidligere betalt boligskat og udbetalinger i forbindelse med frivillig udmeldelse af efterlønsordningen. Det kan styrke forbruget mere end forudsat i prognosen. Det samme kan ske, hvis de hidtidige kraftige prisstigninger på boliger i hovedstaden spredt sig til større dele af landet.

Hvis forbrugsvæksten bliver stærkere end forventet i en situation, hvor økonomien befinder sig i en højkonjunktur, øges risikoen for udbredt mangel på arbejdskraft. Det kan afføde uhensigtsmæssigt store lønstigninger og dermed mærkbart svække konkurrenceevnen.

Prognosens nedadrettede risici knytter sig hovedsageligt til udviklingen i udlandet. I USA føres en meget

ekspansiv finanspolitik, som udvider det i forvejen store budgetunderskud yderligere. Det øger risikoen for, at den amerikanske økonomi bliver overophedet. Det kan sammen med de statsfinansielle ubalancer give rentestigninger på kort sigt og en markant lavkonjunktur nogle år senere. Det vil ske, hvis der er begrænsede muligheder for at afbøde recessionen via finanspolitikken. Det scenarie vil svække verdensøkonomien og efterlade en risiko for en kraftigere og hurtigere afmatning efter højkonjunktoren i Danmark.

Tendensen til øget protektionisme udgør en nedadrettet risiko, som kan ramme den danske samhandel med omverdenen. Det udgør en trussel mod væksten på lidt længere sigt.

Centrale skøn fra prognosen

Tabel 1

					2017	2018	
Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2017	2018	2019	2020	4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	2,3	1,3	1,8	1,7	0,9	0,3	0,2
Privat forbrug ¹	1,6	2,3	2,2	2,3	1,6	0,9	0,3
Offentligt forbrug	0,6	0,4	0,5	0,6	0,8	0,0	-0,5
Boliginvesteringer	8,7	8,4	1,6	2,9	1,5	5,9	0,6
Offentlige investeringer	-5,5	1,2	2,0	0,9	5,7	-3,8	-2,7
Erhvervsinvesteringer	5,9	8,5	0,5	4,9	0,8	2,2	13,5
Lagerinvesteringer mv. ²	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	-1,1
Eksport	4,4	-0,2	2,8	2,6	1,3	-0,9	-0,4
Industrieksport	5,9	2,4	4,0	3,6	0,9	0,3	0,3
Import	4,3	2,7	2,2	3,6	2,4	1,3	0,5
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.921	2.969	3.002	3.026	2.939	2.953	2.965
Ledighed, brutto, 1.000 personer	116	107	99	93	115	111	109
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,6	5,9	6,3	5,8	6,5	4,9	4,6
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,1	0,0	-0,3	-0,5	1,3	-0,1	0,5
Huspriser ³ , pct. år-år	4,0	3,8	3,1	2,7	3,9	4,9	3,8
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	1,1	0,8	1,4	1,6	1,2	0,5	0,9
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,1	2,5	3,0	3,3	2,0	2,2	2,5

Kilde: Danmarks statistik og egne beregninger.

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

Fremgangen i den globale økonomi fortsætter, men er mere ujævnt fordelt på tværs af lande end i 2017. Den globale vækst understøttes af lempelig pengepolitik, høje aktivpriser og optimisme blandt forbrugere og virksomheder. USA er inde i en stærk højkonjunktur med begyndende tegn på overophedning, mens højkonjunktoren i euroområdet er mere afdæmpet. Risikoen for, at den globale vækst bliver svagere end ventet, er steget. Det skyldes især handelspolitiske spændinger med USA som centrum og procyklisk amerikansk finanspolitik, der kan føre til en kraftig overophedning og et efterfølgende tilbageslag, som vil få afledte effekter på verdensøkonomien.

Handelskonflikten har indtil videre haft begrænset effekt på den globale økonomi

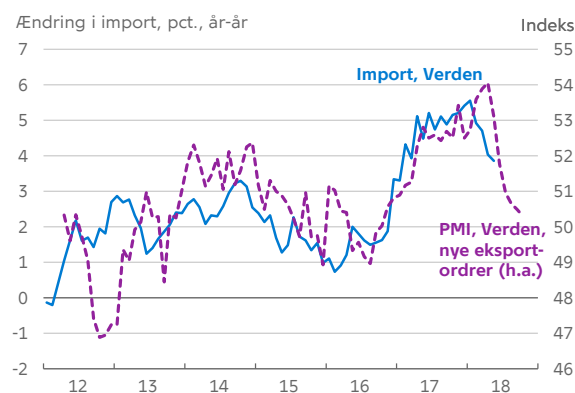
Handelskonflikten mellem USA og dets største samhandelspartnere er eskaleret siden 1. marts, hvor USA annoncerede 25 pct. told på import af stål og 10 pct. på aluminium. En række lande har som modsvar indført straffetold på visse amerikanske varer, og særligt er handelskonflikten mellem USA og Kina eskaleret. De to lande har skiftevis annonceret straffetold på flere importvarer fra modparten. Desuden har der været væsentlige handelspolitiske spændinger mellem USA og EU, men tonen er blevet mere forsonende efter et topmøde 25. juli mellem den amerikanske præsident, Donald Trump, og Europa-Kommissionens formand, Jean-Claude Juncker.

Fremgangen i verdenshandlen har været aftagende siden begyndelsen af 2018, jf. figur 11. Udviklingen kan ses som en normalisering efter et år med meget høj vækst, og den nuværende årsvækst på ca. 4 pct. ligger på niveau med det historiske gennemsnit siden 2000. De stigende handelsspændinger kan dog også have spillet ind. Det afspejles i den globale PMI-indikator (Purchasing Managers' Index) for nye eksportordrer, som er faldet over de seneste måneder. Det kan indikere, at væksten i verdenshandlen vil falde yderligere de kommende måneder.

Samhandel fører til højere økonomisk vækst og velstand. Det skyldes bl.a. mulighederne for specialisering, videndeling, øget konkurrence og adgang til nye markeder. Derfor vil en handelskonflikt entydigt have en negativ effekt på den globale vækst, og

Lavere vækst i verdenshandlen

Figur 11

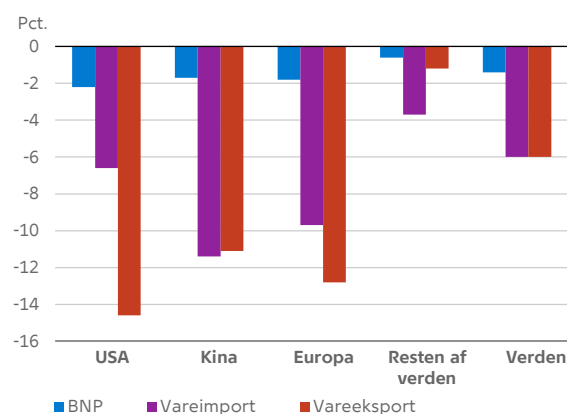


Anm.: 3 måneders glidende gennemsnit for import.
 PMI er forskudt tre måneder frem.

Kilde: Macrobond.

En omfattende handelskonflikt vil bremse den globale vækst

Figur 12



Anm.: Her er vist effekterne på mellemlangt sigt, hvis USA, Kina og Europa forhøjer toldsatserne med 10 procentpoint på vareimport fra alle partnerlande (dog ikke internt i Europa). Europa omfatter her EU, Schweiz og Norge. Beregningerne omfatter ikke tillidseffekter.

Kilde: OECD, *Economic Outlook*, november 2016.

størrelsen afhænger af omfanget af handelsrestriktioner. Beregninger fra OECD viser, at globalt BNP bliver reduceret med 1,4 pct. på mellemlangt sigt, hvis USA, Kina og Europa indfører toldforhøjelser på 10 pct. på al vareimport, jf. figur 12. Indtil videre har landenes toldforhøjelser været betydeligt mindre, men beregningerne illustrerer, at en optrapning af handelskonflikten kan få væsentlig betydning for verdensøkonomien.

I USA var den kvartalsvise BNP-vækst høj i 2. kvartal 2018, jf. figur 13. Det skyldes fortrinsvis udviklingen i det private forbrug og erhvervsinvesteringer og kan hænge sammen med en positiv væksteffekt fra den gennemførte skattereform, som reducerede selskabs- og personskatterne fra 1. januar 2018. Den kvartalsvise vækst i euroområdet aftog i 1. og 2. kvartal 2018. Afdæmpningen i begyndelsen af året afspejler især, at eksport og investeringer udviklede sig svagt. Det kan bl.a. skyldes, at euroen blev styrket gennem 2017. Opbremsningen i væksten er bredt fordelt på tværs af eurolandene. I Storbritannien har væksten været lav siden begyndelsen af 2017, fordi stigende inflation, bl.a. som følge af en svækkelse af pundet, har udhulet forbrugernes købekraft og bremset væksten i det private forbrug. Desuden har udsigten til Brexit lagt en dæmper på investeringerne.

Den Internationale Valutafond, IMF, har i sin seneste prognose fra juli fastholdt forventningerne om høj vækst i USA som følge af skattereformen og finanspolitiske lempelser, jf. figur 14. Til gengæld er vækstudsigterne for euroområdet og Storbritannien blevet nedjusteret en smule på grund af svagere aktivitet end forventet i første halvdel af 2018. Med de seneste revisioner er der udsigt til aftagende vækst i euroområdet. IMF skønner, at den globale vækst bliver 3,3 pct. i 2018, hvilket vil være den højeste vækst siden 2010.

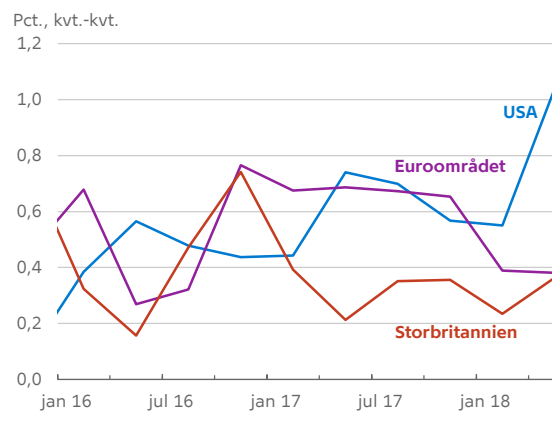
Stigende risiko for svagere vækst

IMF's prognose tegner et billede af, at der er en balanceret højkonjunktur i størstedelen af de avancerede økonomier, hvor væksten gradvist aftager, når det bliver sværere at trække ledige ressourcer ind i økonomien. En række risikofaktorer kan imidlertid medføre et abrupt tilbageslag i den globale økonomi. På kort sigt kan en optrapning af handelskonflikten føre til, at den globale vækst bremser op. På lidt længere sigt kan den procykliske finanspolitik i USA – i form af skattelettelser og øgede offentlige udgifter – føre til en kraftig overophedning af amerikansk økonomi og pludselige rentestigninger. Det kan føre til, at prisfastsættelsen af finansielle aktiver korrigeres med negative afledte effekter på verdensøkonomien. IMF, OECD og Europa-Kommissionen vurderer, at prognosen for verdensøkonomien er forbundet med stigende nedadrettede risici.

Markedsdeltagerne har de seneste måneder været bekymrede for, at spændet mellem 10- og 2-årige amerikanske statsobligationer bliver negativt. Historisk har et negativt rentespænd været et stærkt signal om, at en recession er nært forestående, jf.

Væksten i euroområdet er aftaget i 2018

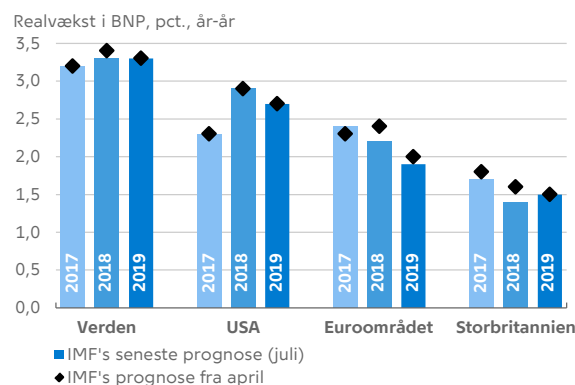
Figur 13



Kilde: Macrobond.

De globale vækstudsigter er omtrent uændrede, men vækstsønnet for euroområdet er justeret lidt ned

Figur 14



Kilde: IMF.

figur 15. Særlige forhold, fx Federal Reserves opkøbsprogrammer, bidrager dog til at holde de lange renter nede. Det kan betyde, at rentekurven mister signalværdi i forhold til at forudsige recessioner.

Hvis nogle af de nævnte risici materialiserer sig og fører til en recession, vil myndighederne have vanskeligere ved at implementere finans- og pengepolitiske tiltag for at afhjælpe de negative effekter end under finanskrisen. Det skyldes, at de største økonomier har højere offentlig gæld og lavere pengepolitiske renter end for ti år siden og dermed et mindre

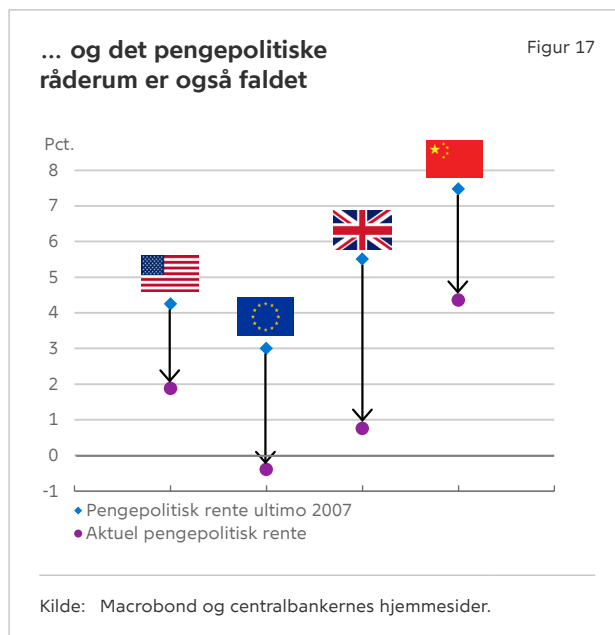
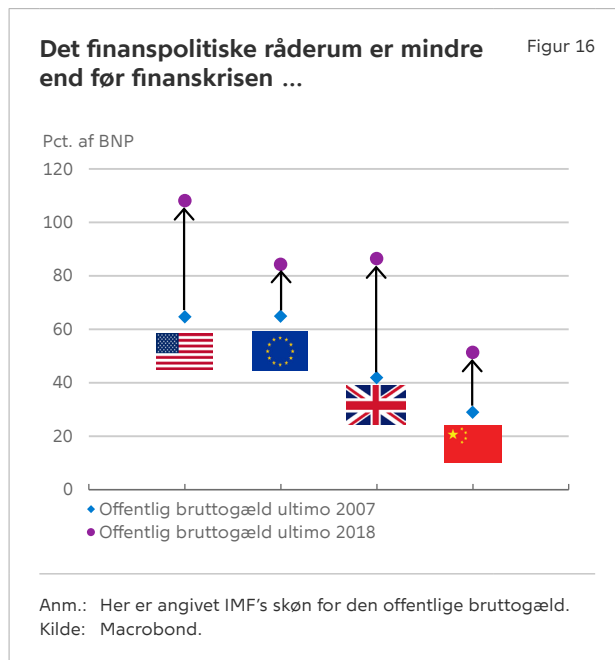


råderum til at føre kontracyklisk økonomisk politik, jf. figur 16 og 17.

Tegn på overophedning på det amerikanske arbejdsmarked

På det amerikanske arbejdsmarked viser flere indikatorer, at der er tegn på overophedning med kun få ledige ressourcer, jf. figur 18. Faldet i ledigheden er fladet ud de seneste måneder, og ledigheden lå på 3,9 pct. i august. Det er lavere end det strukturelle niveau og taler for et yderligere opadgående pres på lønningerne. Det bredere ledighedsbegreb, U6, der ud over antallet af ledige også indeholder ufrivilligt deltidsbeskæftigede og personer, som kun er marginalt tilknyttet arbejdsmarkedet, faldt til 7,3 pct. i juli. Det er det laveste niveau siden 2001, og de amerikanske virksomheder melder i stigende grad om mangel på arbejdskraft. Beskæftigelsen er steget kraftigt siden 2010, og beskæftigelsesfrekvensen blandt de 25-54-årige er nu godt 79 pct. Det er tæt på toppunktet før finanskrisen. Samtidig har den demografiske udvikling med flere ældre bidraget til at mindske det potentielle udbud af arbejdskraft.

Lønudviklingen i USA har været moderat i årene efter finanskrisen, men er taget til det seneste år. Den årlige lønstigningstakt i den private sektor, målt ved Employment Cost Index, kom i juni op på 2,8 pct. Indtrykket af et øget pres på det amerikanske arbejdsmarked understøttes af, at virksomhederne i



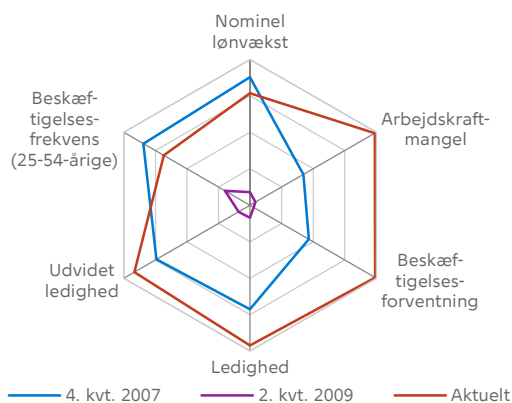
højere grad er nødt til at konkurrere om kvalificeret arbejdskraft. Det afspejles i, at lønvæksten efter et jobskifte er væsentligt højere end for personer, som ikke har skiftet arbejde, jf. figur 19.

Ledighed i euroområdet nærmer sig niveauet før finanskrisen

I euroområdet var ledigheden 8,2 pct. i juli og dermed på det laveste niveau siden november 2008. Det svarer omtrent til OECD's skøn for den strukturelle ledighed, og ledighedsgabet er reelt lukket. Udviklingen er bredt fordelt, idet ledigheden er faldet i

Pres på det amerikanske arbejdsmarked

Figur 18

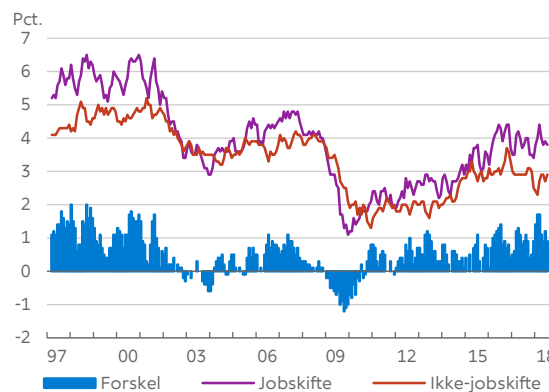


Anm.: Indikatorerne er angivet som fraktal af deres historiske observationer siden 2000. Centrum viser minimum og den ydre rand maksimum. Ledigheds mål er ganget med minus 1. Benchmark er toppunktet før finanskrisen og bunden af den seneste recession. "Aktuelt" henviser til 2. kvartal 2018 eller seneste observation.

Kilde: Macrobond.

Større lønvækst ved jobskifte tyder på ophedet amerikansk arbejdsmarked

Figur 19



Anm.: Federal Reserve Bank of Atlanta Wage Growth Tracker.
Kilde: Macrobond.

samtligue eurolande det seneste år, men der er fortsat væsentlige niveauforskelle. Ledigheden er nu nede på 3,4 pct. i Tyskland, mens den i Spanien og Italien er på henholdsvis 15,1 og 10,4 pct.

Beskæftigelsesfrekvensen for euroområdet som helhed er steget støt siden begyndelsen af 2013 og er aktuelt på godt 78 pct. blandt de 25-54-årige. Arbejdsmarkedet i euroområdet er ved at nærme sig situationen før finanskrisen, om end lønstigningstakten stadig er svag set i lyset af de øvrige indikatorer, jf. figur 20.

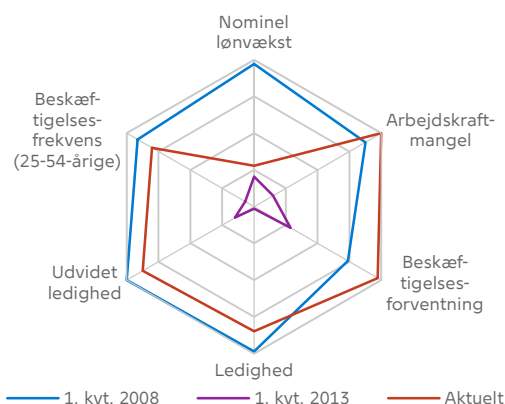
Lønstigningerne i euroområdet tiltager svagt fra et moderat niveau med en årlig stigningstakt på 2,0 pct., jf. figur 21. Det dækker over en differentieret udvikling på tværs af lande. Blandt de fire største økonomier har Tyskland den højeste lønvækst på 2,5 pct., mens der de seneste to kvartaler har været et decideret lønfald i Italien. Forskellen i lønvækst afspejler både cykliske og strukturelle forhold, herunder forskellige tendenser i ledig kapacitet og produktivitet.

Prispresset tager til i USA, men er fortsat afdæmpet i euroområdet

I USA var den årlige stigning i deflatoren for det private forbrug, PCE, på 2,2 pct. i juni 2018 og dermed

Stigende pres på arbejdsmarkedet i euroområdet

Figur 20



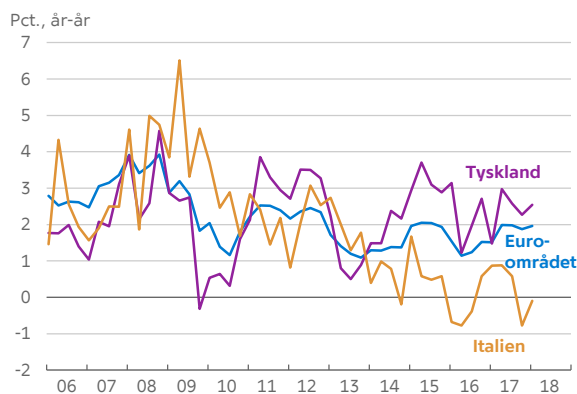
Anm.: Indikatorerne er angivet som fraktal af deres historiske observationer siden 2000. Centrum viser minimum og den ydre rand maksimum. Ledigheds mål er ganget med minus 1. Benchmark er toppunktet før finanskrisen og bunden af den seneste recession. "Aktuelt" henviser til 2. kvartal 2018 eller seneste observation.

Kilde: Macrobond.

højest siden foråret 2012. Den amerikanske centralbanks pengepolitiske komite, FOMC, forventer en årlig stigningstakt på 2,1 pct. i både 2018 og 2019. Udviklingen er udtryk for et underliggende prispress, hvor kerneinflationen er steget siden midten af 2017 og nu er 1,9 pct., jf. figur 22.

Lønstigninger i euroområdet er tiltagende fra et moderat niveau

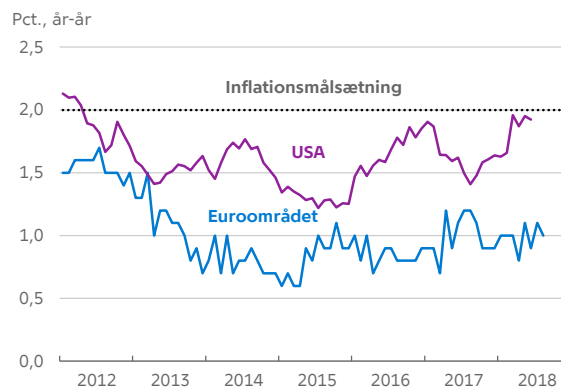
Figur 21



Anm.: Nominelle lønstigninger.
 Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Kerneinflationen stiger i USA, men er mere beskednen i euroområdet

Figur 22



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

I euroområdet er det underliggende prispres lavt. Højere energipriser har drevet den årlige stigningstakt i forbrugerprisindekset, HICP, op i løbet af 2018, til 2,0 pct. i august. Kerneinflationen, dvs. inflationen i forbrugerpriserne rensset for energi og fødevarer, har ligget under 2 pct. i mere end syv år og er nu på 1,0 pct. Den Europæiske Centralbank, ECB, venter en årlig kerneinflation på 1,1 pct. i 2018, stigende til 1,6 pct. i 2019 og 1,9 i 2020, i takt med at kapacitetspresset gradvist øges.

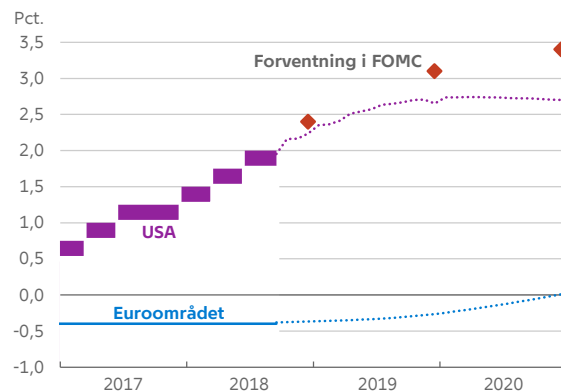
Pengepolitikken strammes i USA – og euroområdet gør klar til at følge efter

Presset på det amerikanske arbejdsmarked og den stigende inflation har medført pengepolitiske stramninger. FOMC satte renten op med 0,25 procentpoint på mødet i juni, jf. figur 23. Dermed er den sat op med i alt 1,75 procentpoint siden december 2015, hvor første rentestigning fandt sted efter syv år med nulrente. I den seneste prognose lægger FOMC op til yderligere to rentestigninger i 2018, tre i 2019 og en enkelt i 2020, hvilket er lidt over markedsforventningerne.

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har siden oktober reduceret sin obligationsbeholdning, der var steget kraftigt som følge af opkøbsprogrammer i årene 2008-14. Hastigheden, hvormed balancen nedbringes, er steget fra 10 mia. dollar pr. måned i 4. kvartal 2017 til 40 mia. dollar pr. måned i dette kvartal. Samlet set er Federal Reserves balan-

Forventning om flere rentestigninger i USA

Figur 23



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.
 Kilde: Federal Reserve, Macrobond og Scanrate Rio.

ce faldet fra ca. 4.500 mia. dollar til 4.250 mia. dollar, mens den var omtrent 900 mia. dollar før finanskrisen.

ECB har fastholdt indlånsrenten på -0,40 pct. siden marts 2016. Markedsforventningen er, at renten først vil blive positiv i slutningen af 2020. På det pengepolitiske møde i juni annoncerede ECB sine planer for at nedtrappe opkøbsprogrammet. ECB vil fortsætte med at opkøbe obligationer for 30 mia. euro pr. måned til og med september, hvorefter de månedlige nettoopkøb halveres til 15 mia. euro. Nettoopkøbene vil helt ophøre ved udgangen af året, hvis nye data bekræfter ECB's forventninger til den økonomiske udvikling. ECB vil geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for opkøbsprogrammet i en længere periode efter, at nettoopkøbene er ophørt. Eurosystemets balance er steget fra 1.500 mia. euro ved udgangen af 2007 til aktuelt 4.500 mia. euro.

Politisk usikkerhed har medført højere statsrenter i Italien

De italienske statsrenter er steget markant efter valget i marts, jf. figur 24. Det skyldes vanskelighederne med at danne regering og skiftende politiske udmeldinger, herunder vedrørende eurosamarbejdet, finanspolitiske lempelser og tilbagerulning af pensionsreformer. Efter den endelige regeringsdannelse i begyndelsen af juni er spændet mellem den italienske og tyske statsrente forblevet betydeligt højere end før valget. De nuværende italienske statsrenter er dog langt under det ekstraordinært høje niveau, der blev observeret på toppen af statsgældskrisen i 2011. Uroen i Italien forventes ikke at få indvirkning på den økonomiske udvikling i andre eurolande. For eksempel har spændet mellem den spanske og tyske statsrente været relativt stabilt det seneste halve år.

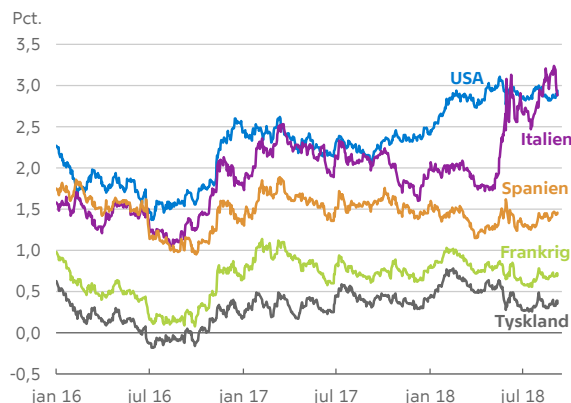
De amerikanske statsrenter er steget siden december. Det skal ses i lyset af, at forventningerne til renten er gået op, bl.a. som følge af skattereformen og stigende offentlige udgifter.

De finansielle markeder påvirket af handelskonflikten

Udsvingene i aktiepriserne på de store markeder har været større i 2018 end året før, jf. figur 25. I USA faldt priserne kraftigt i begyndelsen af februar ved udsigten til hurtigere rentestigninger end hidtil forventet. Siden har den amerikanske administrations udmeldinger om ekstra told på en række varer været med til at øge usikkerheden blandt markedsdelta-

De italienske statsrenter er steget efter valget

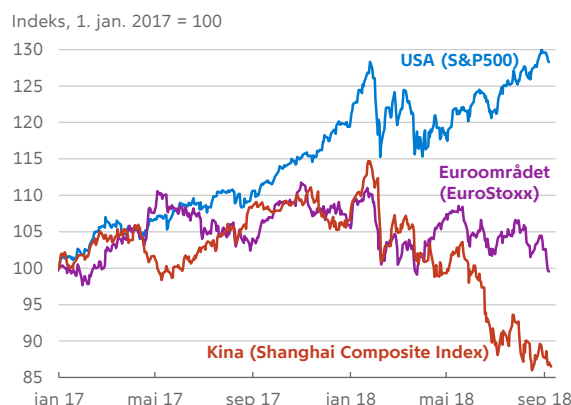
Figur 24



Anm.: 10-årige statsrenter.
Kilde: Macrobond.

Handelskonflikten har påvirket det kinesiske aktiemarked

Figur 25



Kilde: Macrobond.

gerne. Retorikken er skiftevis blevet strammet og blødt op, og de amerikanske aktiepriser er gået op og ned, men nåede et rekordhøjt niveau i slutningen af august. I Kina har frygten for, at handelskonflikten med USA eskaleres, påvirket aktiemarkedet. Det ledende indeks i Shanghai er faldet med 25 pct. siden toppen i januar.

Valutakurserne i flere vækstøkonomier er faldet over for dollaren siden foråret, jf. figur 26. Det skyldes, at investorer har trukket sig ud af disse lande af frygt

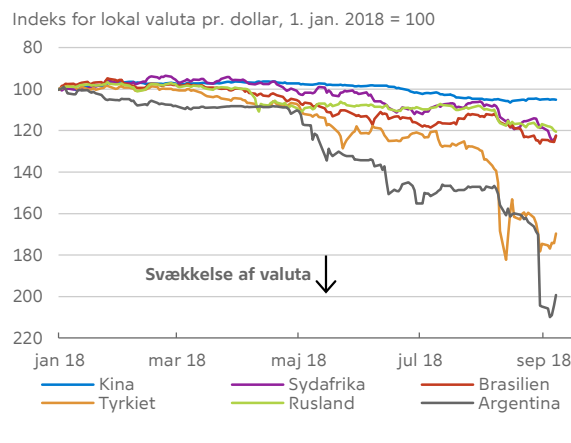
for, hvordan landene vil blive ramt af en potentiel handelskrig mellem USA og Kina, samt stigende amerikanske renter. Faldet i valutakursen har været særligt kraftigt i Argentina og Tyrkiet, som har store makroøkonomiske ubalancer. I Argentina har centralbanken sat den pengepolitiske rente op fra 27 til 60 pct. for at modvirke kapitalflugt. Derudover modtog Argentina i juni et 3-årigt hjælpeprogram fra IMF, som giver landet mulighed for at trække på en kreditlinje op til 50 mia. dollar.

I Tyrkiet er valutakrisen blevet forstærket af en diplomatisk strid med USA, som den 10. august annoncerede en fordobling af toldsatsen på import af tyrkisk stål og aluminium. Stigende inflation, store betalingsbalanceunderskud og høj udenlandsk låntagning har svækket tilliden til den tyrkiske valuta. Centralbanken satte reforenten op fra 8 til 17,75 pct. i juni, men det har ikke været tilstrækkeligt til at forhindre en væsentlig kapitalflugt. De kraftige svækkelser af valutakursen i Argentina og Tyrkiet kan primært henføres til specifikke makroøkonomiske udfordringer i de to lande.

De bulgarske myndigheder oplyste i juni, at Bulgarien vil søge medlemskab af Det Europæiske Valutasamarbejde, ERM2, pr. juli 2019 med henblik på senere at deltage i eurosamarbejdet. Samtidig vil Bulgarien søge om optagelse i Bankunionen. Bulgarien vil skulle leve op til en række betingelser for at opnå medlemskab.¹

Store svækkelser i valutakursen i Argentina og Tyrkiet

Figur 26



Kilde: Macrobond.

¹ En detaljeret beskrivelse fremgår af ERM2-kredsens pressemeddelelse fra 12. juli ([link](#)).

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 foreløbige kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2018. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten ventes fortsat at blive 4,2 pct. i år på baggrund af de seneste skøn fra IMF, jf. tabel 1A. Fremadrettet forventes væksten på markederne for den danske eksport at være 4,2 pct. i 2019 og 3,6 pct. i 2020, jf. tabel A1. Vækstnedgangen på eksportmarkederne i 2020 hænger bl.a. sammen med, at IMF venter, at kapacitetsbegrænsninger svækker vækstmulighederne, efterhånden som højkonjunkturerne udspiller sig i euroområdet og USA.

Lønstigningerne i udlandet forudsættes at være moderate i de kommende år, og der forudsættes også 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. Pengemarkedsrenten målt ved T/N-renten bliver fremskrevet med en 3-måneders Cita-swaprente. Den ventes at blive positiv i begyndelsen af 2020.

Den gennemsnitlige obligationsrente (gennemsnit af de effektive renter på stats- og realkreditobligationer) ventes at stige gennem prognoseperioden fra et udgangspunkt på 0,7 pct. op til 1,2 pct. ved udgangen af 2020.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2017	2018	2019	2020
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	4,7	4,2	4,2	3,6
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	3,1	1,1	1,5	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,1	2,6	2,4	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,7	0,7	0,8	1,1
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	102,1	103,7	103,7	103,7
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,6	6,3	6,5	6,5
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	54,3	73,5	76,1	72,3
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,6	0,4	0,5	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	-5,5	1,2	2,0	0,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	818	822	822	822

¹ Sammenvejede eksportpriser for de lande, Danmark importerer fra. I prognosen forudsættes de samme vækstrater for den sammenvejede importpris i de lande, Danmark eksporterer til.

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

I slutningen af august 2018 lå olieprisen omkring 75 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 Økonomisk Redegørelse fra august 2018 og det opdaterede 2025-forløb.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,4 pct. og henholdsvis 0,5 og 0,6 pct. i 2019 og 2020.

De offentlige investeringer antages at stige 1,2 pct. i år og henholdsvis 2,0 og 0,9 pct. i 2019 og 2020, jf. tabel A1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

BNP-væksten i år er hovedsageligt nedjusteret som følge af, at Danmarks Statistik har placeret en stor patentbetaling i 1. kvartal 2017. Hertil kommer, at udviklingen i begyndelsen af året var lidt svagere end ventet. Ændrede forudsætninger påvirker kun i et lille omfang prognosen i 2019 og 2020, jf. tabel A.2. Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er omtrent uændret for hele prognosehorisonten.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel A2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Prognose fra marts 2018	1,9	1,8	1,7	0,7	1,5	1,6
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1
Renteudvikling	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1
Oliepriser	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,1
Andre faktorer	-0,9	-0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,3
Denne prognose	1,3	1,8	1,7	0,8	1,4	1,6

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke summer. 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

Redaktionen er afsluttet
7. september 2018



**DANMARKS
NATIONALBANK**