

DANMARKS NATIONALBANK

20. MARTS 2019 — NR. 7

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI – MARTS 2019

Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunktoren

- Dansk økonomi er inde i et balanceret opsving på sjette år. Der er mangel på arbejdskraft i nogle sektorer, men lønudviklingen er fortsat behersket. På boligmarkedet er der det seneste halve år sket en udfladning af priserne. Fremgangen i økonomien skønnes at fortsætte i et roligere tempo.
- Der er ikke opbygget væsentlige ubalancer under opsvinget, og dansk økonomi står godt rustet til at modstå de aktuelle risici, herunder en vis udenlandsk vækstafdæmpning.
- Den økonomiske politik, herunder finanspolitikken, har bidraget til et balanceret vækstforløb. Det er vigtigt, at dette fortsætter, og at der holdes fast i de gennemførte strukturreformer og målsætningen om strukturel balance på de offentlige finanser i 2021. En forventet lidt svagere økonomisk vækst er hensigtsmæssig, så en overophedning af økonomien undgås, og den kalder ikke på ekspansive finanspolitiske tiltag.

INDHOLD

- 2 UDSIGTER FOR
DANSK ØKONOMI
PÅ EN SIDE
- 3 UDSIGTER FOR
DANSK ØKONOMI
- 13 INTERNATIONAL
BAGGRUND
- 21 APPENDIKS



Balanceret højkonjunktur

men med pres på
arbejdsmarkedet.

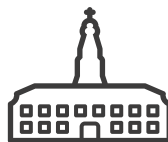
Læs mere



1,7 pct. vækst i realt BNP

i 2019 og 2020.
1,6 pct. i 2021.

Læs mere



Finanspolitik- ken er afstemt

med konjunktur-
situationen.

Læs mere

Udsigter for dansk økonomi på en side

- Fremgangen i dansk økonomi fortsatte i 2. halvår 2018. Beskæftigelsen voksede i uændret tempo.
- Lave renter har understøttet økonomien under opsvinget, men uden at det har været drevet af stærk kreditvækst. Der er tale om et balanceret opsving.
- Presset på arbejdsmarkedet er fortsat betydeligt, og der er begyndende tegn på, at det slår ud i højere lønstigninger.
- Forbrugerpriserne stiger kun moderat, og det underliggende inflationspres i økonomien er begrænset.
- De finansielle forhold er lempelige. Opsparingen er høj, og formuerne stiger. Det er et solidt afsæt for fortsat vækst i efterspørgslen.
- Den globale vækst er bremset op de seneste kvartaler, og der er flere tegn på, at den har topet i denne konjunkturcykel.
- Det skønnes, at fremgangen i dansk økonomi fortsætter, men i et mere moderat tempo end hidtil. Væksten i BNP forventes at blive 1,7 pct. i 2019 og 2020 og 1,6 pct. i 2021.
- Der er væsentlige nedadrettede risici. Opbremningen i udlandet kan blive mere markant end lagt ind i prognosen. Hertil kommer, at handelskonflikten mellem USA og Kina ikke er bilagt, og der er betydelig usikkerhed omkring vilkårene for Storbritanniens udmeldelse af EU.
- Da der ikke er opbygget væsentlige ubalancer, står dansk økonomi godt rustet til at modstå de aktuelle risici – både presset fra højkonjunkturen og en svagere vækst i udlandet, herunder situationen, hvis Storbritannien forlader EU uden en aftale.
- Den økonomiske politik under opsvinget har indtil videre bidraget til et balanceret vækstforløb. Det er vigtigt, at dette fortsætter, og at der samtidig holdes fast i de gennemførte strukturreformer og i den mellemfristede finanspolitiske plan, der viser et lille overskud på den strukturelle saldo i 2021. Den forventede vækstafdæmpning i økonomien kalder ikke på ekspansive finanspolitiske tiltag.

Centrale økonomiske størrelser

	2018	2019	2020	2021	2018		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP (real), pct.	1,2	1,7	1,7	1,6	0,3	0,4	0,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.972	3.004	3.030	3.053	2.968	2.977	2.987
Ledighed, brutto, 1.000 personer	108	101	94	89	109	107	105
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,0	6,6	6,1	5,6	4,7	6,8	7,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3	1,6
Huspriser ¹ , pct. år-år	3,5	2,9	3,6	2,9	4,0	2,9	2,3
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,7	1,2	1,5	1,8	0,9	0,7	0,7
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,4	2,8	3,3	3,4	2,5	2,4	2,3

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Udsigter for dansk økonomi

Dansk økonomi bevæger sig længere ind i højkonjunktoren de kommende år

Dansk økonomi er inde i et balanceret opsving på sjette år. Fremgangen fortsatte i 2. halvår 2018, og væksten i BNP har over de seneste fire kvartaler været 2,2 pct. Beskæftigelsen er vokset i uændret tempo. Væksten i BNP har formentlig toppet under dette opsving, men forventningen er, at der vil være pæn økonomisk fremgang i år og de kommende år, hvor væksten vil ligge tæt på potentialet.

De finansielle forhold er fortsat meget lempelige, og markederne forventer, at renten herhjemme forbliver lav. De lave renter har understøttet økonomien under opsvinget, men uden at det har været drevet af stærk kreditvækst. Der er tale om et balanceret opsving. De nedadrettede risici er imidlertid blevet større, hvilket først og fremmest skyldes risikoen for en mere markant opbremsning i verdensøkonomien, end der er lagt ind i prognosen.

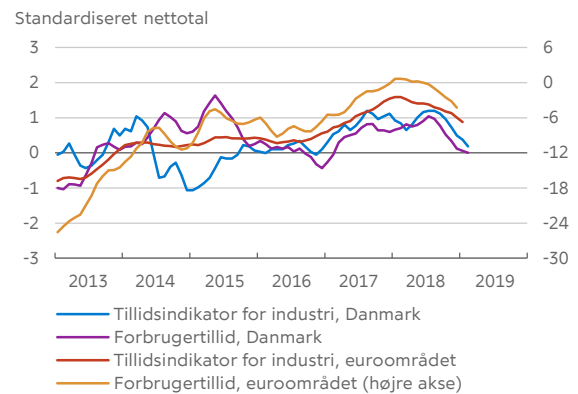
Den globale vækst er bremset op de seneste kvartaler, og der er flere tegn på, at den har toppet i denne konjunkturcykel. Der har det seneste halve år været en svækkelse af tillidsindikatorerne både i udlandet og herhjemme, jf. figur 1. Det kan være et forvarsel om, at væksten i beskæftigelsen fremadrettet vil gå ned i tempo.

I euroområdet kan vækststopbremsningen især henføres til en svagere udenlandsk efterspørgsel. I USA har en meget ekspansiv finanspolitik bidraget til en stærk fremgang gennem 2018. Den vil i år og næste år formentlig blive fulgt af en lavere vækst, efterhånden som de ekstraordinære finanspolitiske stimuli ophører. Markederne forventer ikke for nærværende yderligere stigning i de pengepolitiske renter i USA. I Kina var væksten i 2018 den laveste siden 1990.

Der er væsentlige nedadrettede risici og dermed mulighed for, at den globale vækstafdæmpning kan blive mere markant. Det vil i givet fald ske i en situation, hvor de finansielle forhold fortsat er meget ekspansive. De pengepolitiske renter er mange steder historisk lave, og dermed er mulighederne for yderligere afhjælpende pengepolitisk stimulus til økonomien begrænsede. Samtidig er ledigheden godt nok faldet under opsvinget, men niveauet er fortsat højt mange steder i euroområdet.

Fald i tillidsindikatorer det seneste halve år

Figur 1



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit.
 Kilde: Danmarks Statistik.

Handelskonflikten mellem USA og Kina er ikke bilagt og kan eskalere til skade for verdensøkonomien, ligesom der også er betydelig usikkerhed omkring vilkårene for Storbritanniens udmeldelse af EU, brexit, og konsekvenserne for især den britiske økonomi. Den danske økonomi vil også blive ramt, men her vil skadevirkningerne efter alt at dømmes være mere beskedne selv i tilfælde af en udtræden uden en aftale, jf. boks 1.

Herhjemme fortsatte beskæftigelsen med at stige i uændret tempo i 2018, og ledigheden med at falde om end langsomt. Manglen på arbejdskraft er fortsat betydelig i nogle brancher. Det seneste halve år er den imidlertid blevet lidt mindre udtalt især i bygge- og anlægserhvervene, hvor manglen på arbejdskraft er størst.

Presset på arbejdsmarkedet har fået lønstigningstakten til at tage en smule til, men den er endnu moderat. Svag vækst i forbrugerpriserne, tilgang af udenlandsk arbejdskraft og senere tilbagetrækning blandt de ældre aldersgrupper har formentlig bidraget til, at beskæftigelsen har kunnet stige betragteligt, uden at lønstigningstakten er taget nævneværdigt til.

På boligmarkedet fortsatte priserne på enfamiliehuse på landsplan med at stige gennem 2018, men brem-

sede lidt op mod slutningen af året. I København tegner der sig en begyndende blød landing på markedet for ejerlejligheder. Her har priserne ligget stort set fladt siden foråret sidste år. Risikoen for, at priserne i København drives op af selvopfyldende forventninger til yderligere prisstigninger, er således mindsket.

Husholdningerne og virksomhederne har generelt set konsolideret sig under opsvinget. Låntagningen er dog taget lidt til og er det seneste år steget i om-trent samme takt som økonomien, jf. Monetære og finansielle tendenser, marts 2019.

Der er udsigt til, at fremgangen i økonomien kan fortsætte endnu nogle år, men i et mere moderat tempo. Væksten i BNP forventes reduceret fra 1,7 pct. i 2019 og 2020 til 1,6 pct. i 2021. Væksten i det reale BNP i 2018 er foreløbig opgjort til 1,2 pct., et niveau, der er påvirket af placeringen af en stor patentbetaling i begyndelsen af 2017 og dens negative påvirkning af vækstraten for 2018.

I år og de kommende år trækkes væksten i vid udstrækning af det private forbrug, eksport og investeringer, jf. figur 2.

Væksten i økonomien ventes at komme lidt under potentialet sidst i prognoseperioden. Produktionsgab, dvs. forskellen mellem faktisk og konjunktneutral produktion, skønnes at udgøre 1,6 pct. af BNP ved udgangen af 2021, hvor der stadig vil være moderat højkonjunktur. Over samme periode ventes beskæftigelsen at blive forøget med 75.000 personer.

Efter en lang periode med næsten ubrudt vækst i BNP vil denne således tage lidt af de kommende år, og presset på arbejdsmarkedet og kapaciteten i virksomhederne lettes. Det er helt naturligt og hensigtsmæssigt, så en overophedning af økonomien undgås. En vækstafdæmpning er således ikke et signal om, at finanspolitikken skal lempes. De automatiske stabilisatorer i bl.a. skattesystemet og for indkomstoverførsler vil bidrage til en blød landing, hvor økonomien fortsætter med at operere tæt på en neutral konjunktursituation. Der er dermed et begrundet håb om, at den aktuelle højkonjunktur ikke følges af en dyb lavkonjunktur, sådan som det var tilfældet i 2000'erne, hvor økonomien blev overophedet, jf. figur 3.

Den økonomiske politik, herunder finanspolitikken, har indtil videre bidraget til et balanceret vækstforløb under opsvinget. Det er vigtigt, at dette fortsætter, og at der samtidig holdes fast i de gennemførte

Stor usikkerhed om vilkår for handel med Storbritannien efter 29. marts

Boks 1

Hvis Storbritannien forlader EU uden en aftale, kan det få stor betydning for vilkårene for dansk-britisk samhandel. Vilkaerne uden en aftale er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed. Storbritannien er Danmarks fjerdestørste eksportmarked, så vanskeligere handelsbetingelser som følge af indførelse af told eller ændrede produktstandarder vil påvirke dansk økonomi. Størrelsesordenen afhænger af, hvor mange hindringer der sættes op, og omfanget af de logistiske udfordringer.

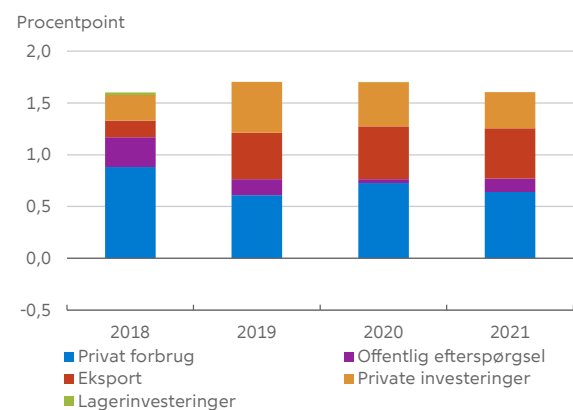
En række nationale og internationale studier har søgt at kvantificere effekten. Det overordnede billede er, at dansk økonomi er robust nok til at modstå selv en situation, hvor Storbritannien forlader EU uden en aftale, en såkaldt hård brexit. Det er dog samtidig klart, at konsekvenserne for nogle brancher kan blive betydelige. Det gælder bl.a. fødevarer-, maskin- og tekstilindustrien, der er særlig eksponerede mod britisk økonomi.

Ud over de kortsigtede konsekvenser for den danske økonomi af Storbritanniens udtrædelse af EU kan der også være langsigtede effekter. Der kan fx komme en negativ effekt på produktiviteten, når udnyttelsen af komparative fordele ved samhandel mindskes. Det giver lavere velstand på sigt i både Danmark og Storbritannien.

En hård brexit vil ifølge IMF's og OECD's beregninger medføre, at dansk BNP stiger 1,2-1,3 pct. mindre over en 5-10-årig periode.

BNP-væksten trækkes af privat forbrug, eksport og investeringer

Figur 2



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

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

strukture reformer og i den mellemfristede finanspolitiske plan, der viser et lille overskud på den strukturelle saldo i 2021.

Linjen i den økonomiske politik under opsvinget har bidraget til, at dansk økonomi i udgangspunktet er godt rustet til de aktuelle nedadrettede risici, hvis de skulle materialisere sig. Økonomien kan som udgangspunkt håndtere en vis international afmatning, herunder konsekvensen af en eventuel hård brexit, uden at det leder til en dyb lavkonjunktur. Også her vil de indbyggede automatiske stabilisatorer bidrage til at afbøde virkningen for husholdninger og virksomheder.

Senere tilbagetrækning og udenlandsk arbejdskraft modgår presset på arbejdsmarkedet

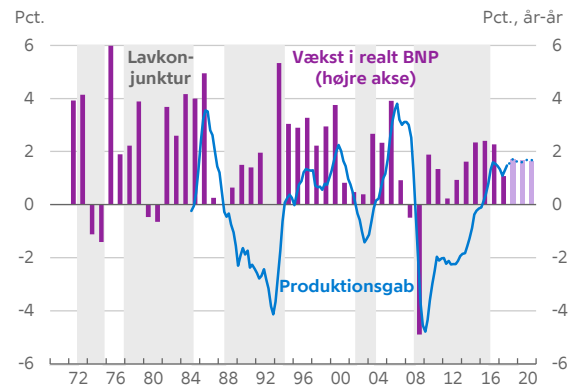
Fremgangen i beskæftigelsen fortsatte med ufor mindsket styrke i 2018, jf. figur 4. Siden opsvinget tog fart i 2013, er den samlede beskæftigelse forøget med over 225.000 personer, heraf 50.000 det seneste år. Fremgangen er næsten udelukkende sket i den private sektor, hvor især beskæftigelsen i serviceerhvervene er steget.

Den øgede efterspørgsel efter arbejdskraft er hovedsagelig blevet dækket ved en udvidelse af arbejdsstyrken, som er steget med 175.000 personer siden 2013. Heraf stammer lidt mere end 95.000 fra, at gruppen af personer uden for arbejdsstyrken er mindsket. Det er både sket ved, at personer i beskæftigelse har udskudt tilbagetrækning, og ved at personer er trådt ind på arbejdsmarkedet. Den resterende fremgang i beskæftigelsen stammer fra, at befolkningen i de arbejdsdygtige aldersgrupper er øget. Tilgangen af udenlandsk arbejdskraft har dækket ca. en tredjedel af beskæftigelsesfremgangen under opsvinget.

Ledigheden udgør lidt over 100.000 personer svarende til 3,7 pct. af arbejdsstyrken. Ledigheden er endnu ikke presset så langt ned, som det var tilfældet under overophedningen i 2000'erne, men den ligger dog en halv snes tusinde under det konjunkturneutral niveau, der skønnes til ca. 115.000 personer. En væsentlig del heraf er midlertidig ledighed i forbindelse med jobskifte, dvs. der kan ikke forventes noget større bidrag til en varig stigning i beskæftigelsen herfra¹.

Overophedninger følges typisk af dybe lavkonjunkturer

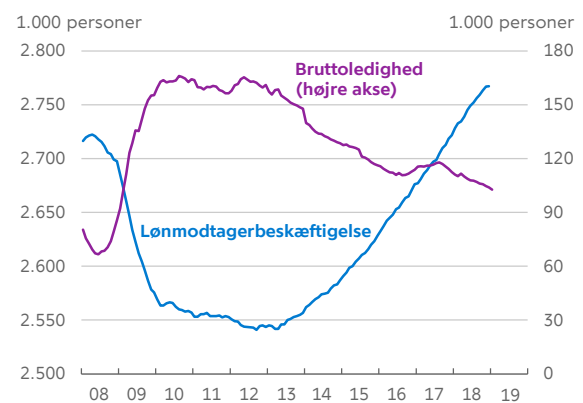
Figur 3



Anm.: Produktionsgab angiver forskellen mellem faktisk og potentiel, dvs. konjunkturneutral, produktion.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Beskæftigelsen er fortsat opad

Figur 4



Kilde: Danmarks Statistik.

¹ Jf. Christian Ellermann-Aarslev, Arbejdsmarkedet strammer langsomt til, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, september 2018.

En del virksomheder oplever vanskeligheder med at rekruttere den ønskede arbejdskraft, selv om det er blevet lidt mindre udtalt det seneste halve år, især i byggeriet, jf. figur 5. Udfordringerne har under det nuværende opsving været mindre end under overophedningen i midten af 2000'erne. Alt i alt har udviklingen på arbejdsmarkedet under det nuværende opsving været forholdsvis jævn. Det ventes at fortsætte de kommende år.

Beskæftigelsen skønnes aktuelt at ligge ca. 60.000 personer over det konjunkturneutrale niveau. Frem mod udgangen af 2021 ventes beskæftigelsen at vokse med yderligere 75.000 personer, hvoraf langt hovedparten kommer fra en forøgelse af arbejdsstyrken. Tidligere vedtagne reformer bidrager til at løfte arbejdsstyrken, hovedsagelig fordi efterløns- og pensionsalderen gradvis forøges. Hen mod slutningen af prognoseperioden ventes fremgangen i beskæftigelsen at tage lidt af, mens lønstigningstakten øges.

Lidt højere lønstigningstakt

I 4. kvartal var lønnen i den private sektor 2,2 pct. højere end for et år siden ifølge Danmarks Statistiks implicitte lønindeks. Ifølge det nye standardberegne- de indeks var årsstigningstakten 2,7 pct., jf. boks 2. Det er højere, end den har været de senere år. I lyset af den fortsat lave stigningstakt i forbrugerpriserne giver det en pæn vækst i reallønnen.

Lønstigningerne i den private sektor er tiltaget, især inden for bygge- og anlægserhvervene, jf. figur 6. Udviklingen skal ses i lyset af det strammere arbejdsmarked. Konjunktursituationen taget i betragtning er lønstigningstakten fortsat moderat, men erfaringen viser, at lønpresset under et opsving dels kommer med forsinkelse, dels kan tage til hurtigt.

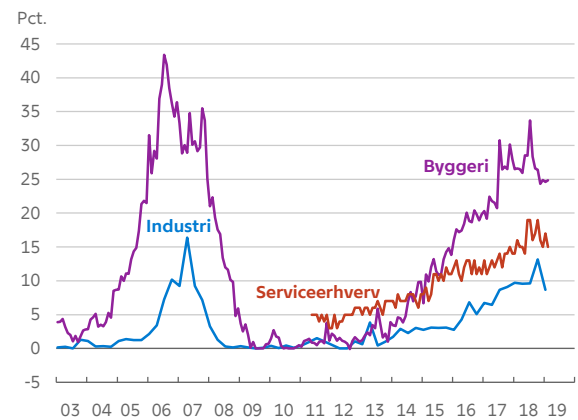
Blandt fremstillingsvirksomhederne, hvor en stor del af produktionen går til eksport, steg lønnen med 2,4 pct. i 4. kvartal. Lønstigningstakten hos de udenlandske konkurrenter er også gået op.

Danske virksomheders lønkonkurrenceevne, målt ved den relative lønsum, er forværret over det seneste år, men set i et længere perspektiv er den fortsat god.

Presset på kapaciteten skønnes at løfte lønstigningstakten yderligere i de kommende år til omkring 3 pct. pr. år. Lønnen er en central konjunkturregulator, og en lidt højere lønstigningstakt kan være med til at tage lidt af presset på arbejdsmarkedet.

Manglen på arbejdskraft er aftaget i byggeriet

Figur 5

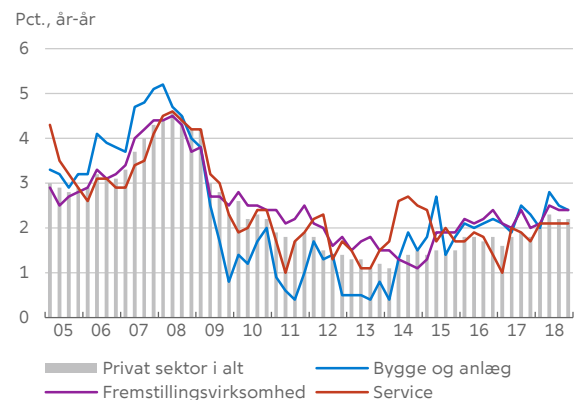


Anm.: Andel af virksomheder (størrelseskorrigeret), der angiver mangel på arbejdskraft som produktionsbegrænsende faktor.

Kilde: Danmarks Statistik.

Lønstigningstakten er øget lidt

Figur 6



Anm.: Implicit lønindeks.

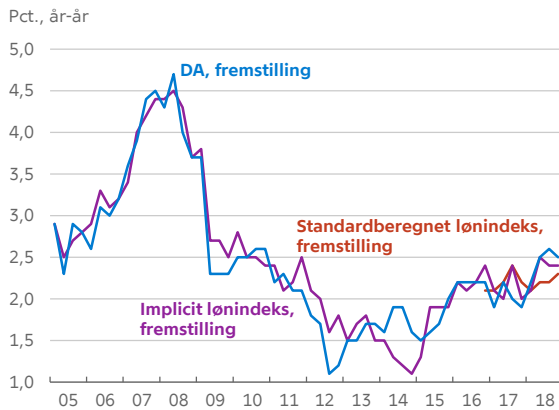
Kilde: Danmarks Statistik.

Ny lønstatistik, samme billede

Boks 2

Danmarks Statistik har udviklet et nyt lønindeks, kaldet standardberegnet lønindeks. Det sker med henblik på at mindske den opgjorte lønudviklings følsomhed over for ændringer i sammensætningen af medarbejdere; noget, som det hidtidige indeks – fremover kaldet implicit lønindeks – er følsomt over for. Det nye indeks ligger tættere på lønindekset i Dansk Arbejdsgiverforenings KonjunkturStatistik, uden at de dog er helt identiske.

Uændret billede af lønudviklingen i fremstillingserhverv



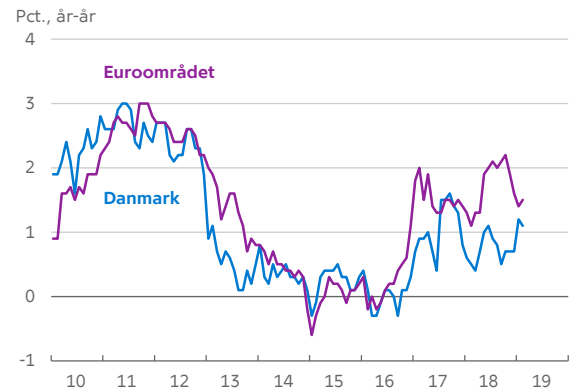
Anm.: Fremstilling i standardberegnet og implicit lønindeks dækker over industri, råstof og forsyningserhverv.

Kilde: Danmarks Statistik og Dansk Arbejdsgiverforening, DA.

Den årlige lønstigningstakt i den samlede private sektor er højere beregnet ud fra det standardberegnete lønindeks end fra det implicite indeks. Det gælder bredt på tværs af brancher, men for de eksporttunge fremstillingserhverv er lønstigningstakterne de seneste år stort set identiske, hvad enten der anvendes standardberegnet eller implicit indeks eller DAs KonjunkturStatistik, jf. figuren ovenfor. De seneste par kvartaler er det standardberegnete indeks dog steget lidt mindre end de to andre lønindeks. I vurderingen af dansk lønkonkurrenceevne ændrer det nye indeks ikke det overordnede billede.

Prisstigningstakten i Danmark ligger for tiden under euroområdet

Figur 7



Anm.: EU-harmoniserede prisindeks, HICP.

Kilde: Eurostat.

Moderat vækst i forbrugerpriserne

Forbrugerpriserne udvikler sig moderat. Prisstigningstakten har det seneste år ligget i underkanten af 1,0 pct., men steg lidt hurtigere i begyndelsen af 2019.

Med undtagelse af en kort periode i midten af 2017 har forbrugerpriserne de seneste par år udviklet sig svagere i Danmark end i euroområdet, jf. figur 7. Det skyldes især en svagere prisudvikling på energi og fødevarer herhjemme i perioden. I begyndelsen af 2019 lå inflationen herhjemme igen på niveau med inflationen i euroområdet.

Kerneinflationen, opgjort som det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, har også ligget lavere herhjemme i en periode, men er de seneste måneder kommet op på niveau med kerneinflationen i euroområdet. Prisstigningstakterne i Danmark og euroområdet har før afvejet fra hinanden i en periode, men på mellem-langt sigt følges de ad.

Det underliggende prispress i den danske økonomi er steget de seneste måneder, men er fortsat moderat. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, var i januar i år 1,4 pct. Den indenlandsk markedsbestemte inflation er også moderat.

Engrospriserne ekskl. energi var i de første måneder af året lidt over 1 pct. højere end året før. Det sam-

lede prispres i engrosleddet er således også moderat. Olieprisen er faldet siden sommeren 2018, og energipriserne trækker ned i det samlede prisindeks i engrosleddet.

En af årsagerne til den moderate stigning i forbrugerpriserne er lav vækst i importpriserne. Den effektive kronekurs, der har indflydelse på prisen i danske kroner på udenlandske varer, er faldet en anelse siden sidste sommer efter at være steget 4-5 pct. i de forudgående par år.

Tiltagende lønstigninger og kapacitetspres ventes at øge det indenlandske inflationspres. På den baggrund forventes forbrugerpriserne at tage til de kommende år. Der forventes en stigning på 1,2 pct. i år, 1,5 pct. i 2020 og 1,8 pct. i 2021.

Godt udgangspunkt for privat forbrug og erhvervsinvesteringer

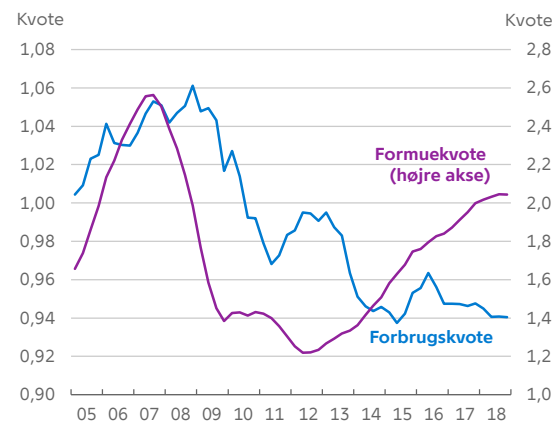
Lave renter understøtter husholdningernes disponible indkomster. De lave stigninger i forbrugerpriserne har samtidig betydet en pæn fremgang i reallønnen for husholdningerne. De sparer fortsat en betydelig del af deres indkomst op, og det har sammen med stigende bolig- og aktivpriser øget formuerne under opsvinget. Det giver et solidt afsæt for øget forbrug de kommende år. Med til billedet hører også, at forbrugertilliden har ligget på et højt niveau gennem det seneste år, men har været faldende siden midten af 2018. Forbrugskvoten forventes frem mod 2021 kun at stige beskedent fra et meget lavt niveau, jf. figur 8.

De lave renter billiggør virksomhedernes finansiering. Sammen med udsigt til øget efterspørgsel, især indenlandsk, er der et godt afsæt for øgede investeringer. Den stadig højere kapacitetsudnyttelse øger også behovet for nye investeringer. Erhvervsinvesteringerne har hidtil været mere afdæmpede end under tidligere højkonjunkturer, men det er tidligere set, at de pludseligt stiger et stykke inde i et opsving, jf. figur 9.

Boliginvesteringerne er også steget under opsvinget, især i hovedstadsområdet, hvor boligpriserne er øget mest. De større investeringer har både været inden for nybyggeri og hovedreparationer. Aftalen om en ændret boligbeskatning fra foråret 2017 gør det fordelagtigt for en entreprenør at sælge en nybygget bolig før 2021. Det kan øge aktiviteten i bygge- og anlægserhvervene yderligere i en situation, hvor der allerede er mangel på arbejdskraft.

Forbrugskvoten er lav

Figur 8

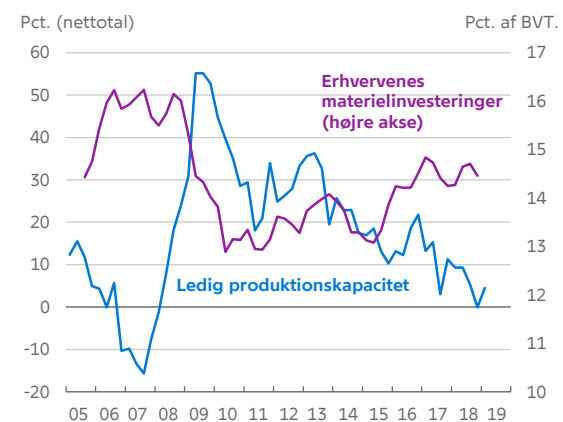


Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit. Disponibel indkomst er korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og LD-opsparing i 2013-2015.

Kilde: Danmarks Statistik.

Fald i den ledige produktionskapacitet

Figur 9



Anm.: Nettotallet angiver forskellen mellem virksomheder med for meget og for lidt produktionskapacitet. Materielle investeringer er vist som 3-måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik.

Opbremsnings i boligpriserne

Priserne på enfamiliehuse steg på landsplan igennem første del af 2018, men bremsede lidt op mod slutningen af året, jf. figur 10. Der har i perioden også været en udfladning i handelsaktiviteten for enfamiliehuse på et højt niveau, og udbuddet af huse til salg har været uændret. Priserne på ejerlejligheder er på landsplan fladet ud siden sidste forår, en udvikling, der går igen i de fleste større byer i Danmark.

I København, hvor en stor del af landets ejerlejligheder ligger, har priserne været omtrent uændrede det seneste år, jf. figur 11. Her er handelsaktiviteten samtidig faldet tilbage. Det kan være tegn på, at priserne foreløbigt har toppet. Et stort nybyggeri og dermed forøgelse af boligbestanden har bidraget til opbremsningen, men efterspørgslen er formentlig også faldet, i takt med at priserne er kommet højt op. Hertil kommer, at ændringen i boligbeskatningen, der blev vedtaget i 2017 med ikrafttrædelse i 2021, allerede i dag kan lægge en dæmper på priserne på især ejerlejligheder.² Endelig kan justeringen af god-skik – reglerne have dæmpet efterspørgslen som følge af begrænsningen i nogle boligkøberes adgang til frit at kunne vælge finansieringsform.³

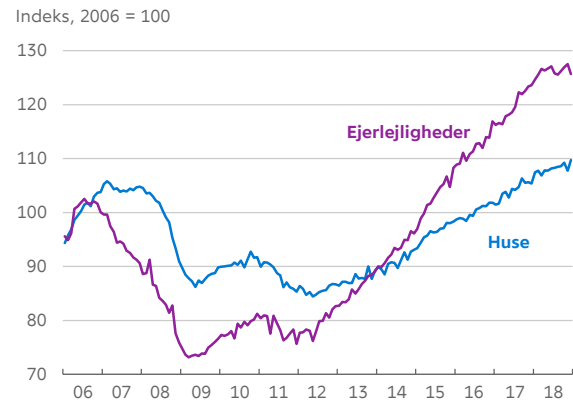
Priserne på ejerlejligheder i København er stadig høje og ligger over det niveau, der kan forklares af udviklingen i husholdningernes disponible indkomster og renteniveauet mv. Vurderet ud fra Nationalbankens boligprisboblemodel er der dog ikke tale om en boligprisboble i den forstand, at prisstigningerne har været drevet af selvopfyldende forventninger til yderligere prisstigninger.

Med opbremsningen er der udsigt til, at boligmarkedet i København får en blød landing, så priserne i højere grad afspejler udviklingen i husholdningernes indkomster og renteniveauet. Husholdningerne i København er mere rentefølsomme end i landet som gennemsnit, og kommer der kraftige rentestigninger, kan en nedadrettet pristilpasning komme til at ske mere abrupt. Medvirkende hertil kan også blive, at udbudet af nybyggede boliger forventes stadig at være højt de kommende år, samt det indtryk, at salget af projektlejligheder allerede er faldet en del det seneste år.

Med baggrund i positive udsigter for dansk økonomi og fortsat lave renter forventes priserne på enfamiliehuse på landsplan at stige de kommende år, men i et langsommere tempo end tidligere. I prognosen er lagt til grund, at aftalen om ny boligbeskatning vil understøtte priserne på enfamiliehuse frem mod af-

Priserne på ejerlejligheder flader ud

Figur 10

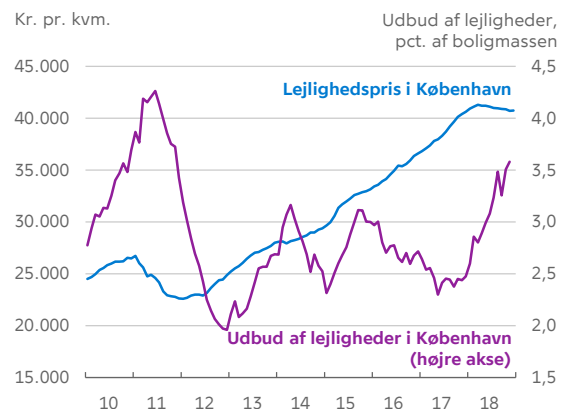


Anm.: Nominelle priser, sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Opbremsning på boligmarkedet i København

Figur 11



Kilde: Boligsiden og Finans Danmark.

² Jf. Simon Juul Hviid og Sune Malthe-Thagaard, Boligaftalens effekt på boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse* nr. 6, marts 2019.

³ I 2016 trådte regler i kraft om forsigtighed i kreditgivning ved udlån til husholdninger med høj gældsfaktor og utilstrækkelig formue i vækstområder. Disse regler vurderes dog ikke at have haft nævneværdig effekt på priser eller handelsaktivitet, jf. Christian Sinding Bentzen, Henrik Yde Andersen og Simon Juul Hviid, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, november 2018.

talens ikrafttrædelse i 2021.⁴ Omvendt vil lidt højere renter trække prisvæksten ned. Priserne på enfamiliehuse på landsplan skønnes på den baggrund at stige med lidt over 3 pct. årligt frem til 2020, og lidt under i 2021.

Lidt svagere udsigter for dansk eksport

De danske virksomheder har nydt godt af den globale fremgang, og eksporten i såvel løbende som faste priser fortsatte med at stige i 2. halvår 2018 trods lidt svagere vækst i nogle af aftagerlandene. Fremgangen var størst for industrieksporten, mens tjenesteeksporten lå fladt.

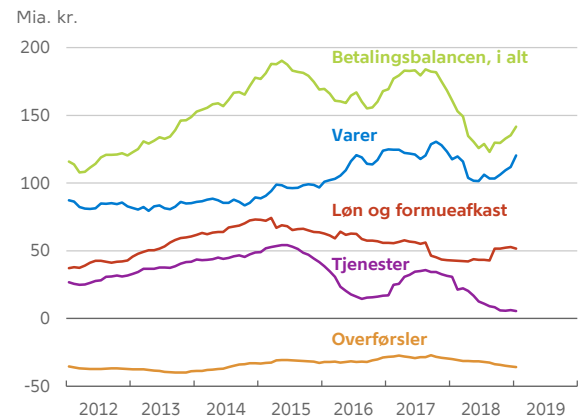
Der er udsigt til en mere afdæmpet udvikling i eksporten de kommende år. Væksten i verdenshandlen er aftaget. Det skyldes reduktion af vækstforventningerne i mange lande, herunder Tyskland, men øget protektionisme med højere toldsatter på udvalgte varer kan også spille ind.

Opbremningen i verdenshandlen og udsigt til lavere vækst i euroområdet har betydet, at markedsvæksten på de danske eksportmarkeder er justeret lidt ned i prognoseperioden, jf. appendiks. Der er dog fortsat tale om en pæn eksportmarkedsvækst. Samlet set er de danske virksomheder konkurrencemæssigt godt rustet til at imødekomme efterspørgslen på eksportmarkederne. Lønkonkurrenceevnen er forværret det seneste år, men er fortsat god, og den effektive kronkurs er svækket lidt siden sidste sommer. Det understøtter på kort sigt eksporten, da det gør danske eksportvarer billigere på de udenlandske markeder.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er faldet med 25 mia. kr. siden begyndelsen af 2018. Målt som 12-måneders sum var overskuddet ved udgangen af 2018 på 130 mia. kr. svarende til 6 pct. af BNP, jf. figur 12. Udviklingen har især været drevet af, at overskuddet på handlen med varer og især tjenester er faldet. Reduktionen af overskuddet på tjenestebalancen det seneste års tid skyldes hovedsagelig øget tjenesteimport samt bortfald af effekten af en stor patentbetaling i 1. kvartal 2017. Afkastet på den danske udlandsformue har ligget fladt. I takt med øget indenlandsk aktivitet ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde yderligere de kommende år, men at forblive på et højt niveau.

Fald i overskuddet på betalingsbalancen

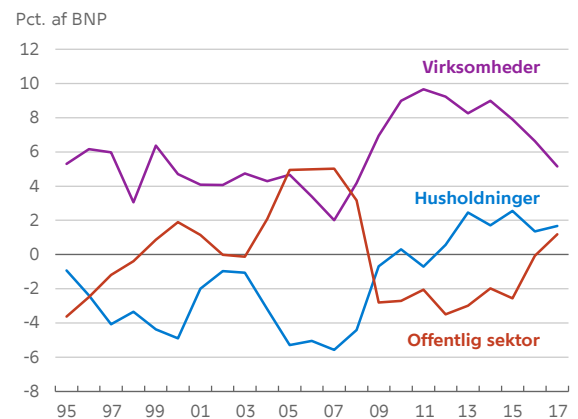
Figur 12



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

Opsparingsoverskud i virksomheds-, husholdnings- og offentlig sektor

Figur 13



Anm.: Nettofordringserhvervelse.
Kilde: Danmarks Statistik og egen opgørelse.

⁴ Jf. Simon Juul Hviid og Sune Malthe-Thagaard, Boligaftalens effekt på boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse* nr. 6, marts 2019.

Overskuddet på betalingsbalancen har sit modstykke i, at den løbende opsparing er positiv i såvel husholdninger som virksomheder og stort set nul i den offentlige sektor, jf. figur 13. Det er usædvanligt set i et længere perspektiv, at alle tre sektorer udviser overskud på samme tid.

Der er balance på den offentlige saldo

Sidste år var der et overskud på den offentlige saldo på 0,3 pct. af BNP. Udbetalinger af tidligere indbetalt efterlønsbidrag for personer, som har valgt at træde ud af efterlønsordningen, trak en smule ned i overskuddet.

Den fortsatte konjunkturfremgang vil isoleret set forbedre stillingen på den offentlige saldo frem mod 2021. Den ekstraordinære tilbagebetaling af ejendomsskat i forbindelse med indførelse af et nyt ejendomsvurderingssystem i 2020 og 2021 vil omvendt svække den offentlige saldo. På den baggrund skønnes saldoen at forblive i stort set balance i år og de kommende to år.

I år og næste år forventer regeringen et underskud på den strukturelle saldo på 0,1 pct. af BNP. Finanspolitikken er dermed planlagt med en margin til den nedre grænse i budgetloven på -0,5 pct. af BNP.

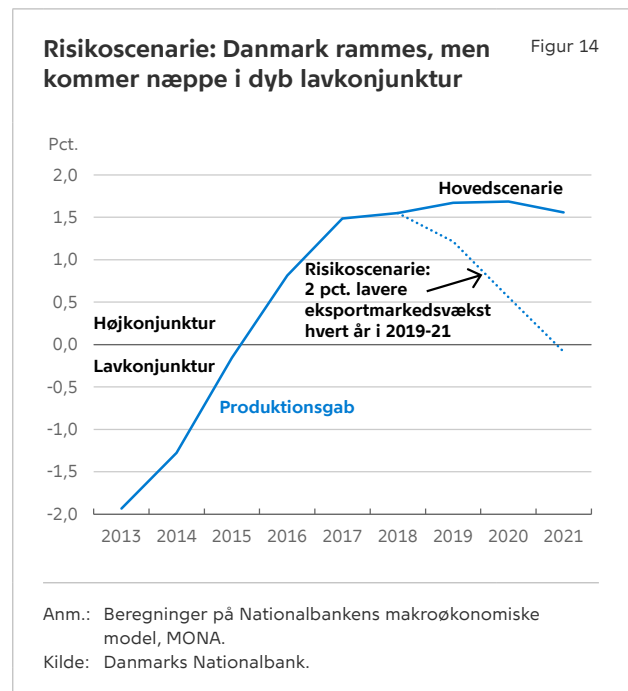
De nedadrettede risici for prognosen er øget

De nedadrettede risici for prognosen knytter sig hovedsageligt til udenlandske forhold, og de opadrettede til de indenlandske.

Risikoen for, at den globale vækst bliver svagere end skønnet, er steget i forhold til prognosen fra efteråret. Opbremsningen af væksten i bl.a. Tyskland og Kina kan blive stærkere end ventet. Hertil kommer usikkerheden omkring den internationale handelskonflikt og Storbritanniens udtrædelse af EU, brexit. Tendensen til øget protektionisme og den generelle svækkelse af det regelbaserede multilaterale samarbejde udgør en nedadrettet risiko, som kan ramme den danske samhandel med omverdenen. Det kan hæmme udviklingen i velstanden på lidt længere sigt.

Den aktuelt meget ekspansive amerikanske finanspolitik kan føre til overophedning, som efterfølgende vil gå over i en markant lavkonjunktur. Et sådant scenarie kan påvirke prissætningen af finansielle aktiver og forstærke udfordringerne i en række vækstøkonomier.

Et større udenlandsk tilbageslag vil også ramme dansk økonomi, men den står godt rustet til at



modstå en afmatning af den udenlandske efterspørgsel, skulle det nedadrettede risikobillede materialisere sig. Den løbende finansielle opsparing i såvel husholdninger som virksomheder er positiv, og formuerne betydelige. Samtidig er de offentlige finanser sunde. Det giver et godt udgangspunkt. En modelberegning på Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, viser, at 2 procentpoint lavere eksportmarkedsvækst i hvert af årene 2019-21 ganske vist vil indebære en markant lavere dansk vækst, men at det ikke vil føre økonomien ud i en dyb lavkonjunktur, jf. figur 14.

De opadrettede risici knytter sig hovedsagelig til indenlandske forhold. De danske husholdninger er fortsat tilbageholdende, og der er rum i deres økonomi til en stærkere forbrugsvækst, end der er lagt ind i prognosen. De kommende år modtager husholdningerne ydermere en række engangsudbetalinger i form af tilbageførsel af tidligere for meget betalt boligskat. Hvis forbruget forøges mere end forudsat i en situation, hvor økonomien befinder sig i en højkonjunktur, vil det øge risikoen for mere udbredt mangel på arbejdskraft.

I prognosen forudsættes det, at tendensen til senere tilbagetrækning vil fortsætte i de kommende år, og at det fortsat vil være muligt at tiltrække udenlandsk arbejdskraft. I fravær heraf vil arbejdsmarkedet hurtigere stramme til.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2018	2019	2020	2021	2018		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP	1,2	1,7	1,7	1,6	0,3	0,4	0,7
Privat forbrug ¹	2,3	1,8	2,2	2,1	0,6	-0,1	0,3
Offentligt forbrug	0,5	0,5	0,4	0,6	-0,1	-0,8	1,2
Boliginvesteringer	5,1	2,7	2,9	2,3	0,6	-0,8	0,2
Offentlige investeringer	3,4	4,1	-0,4	3,3	1,2	2,0	0,9
Erhvervsinvesteringer	5,3	1,4	5,2	4,5	14,4	-18,9	-1,8
Lagerinvesteringer mv. ²	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,4	0,0
Eksport	0,5	2,3	2,5	2,6	-0,2	1,7	0,9
Industrieksport	3,1	3,4	3,2	3,4	1,0	0,5	3,4
Import	2,9	2,0	3,4	3,7	2,2	-4,6	0,0
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.972	3.004	3.030	3.053	2.968	2.977	2.987
Ledighed, brutto, 1.000 personer	108	101	94	89	109	107	105
Betalingsbalance, pct. af BNP	6,0	6,6	6,1	5,6	4,7	6,8	7,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3	1,6
Huspriser ³ , pct. år-år	3,5	2,9	3,6	2,9	4,0	2,9	2,3
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,7	1,2	1,5	1,8	0,9	0,7	0,7
Timeløn (industrien), pct. år-år	2,4	2,8	3,3	3,4	2,5	2,4	2,3

¹. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

³. Nominelle priser på enfamiliehuse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne skøn.

International baggrund

Der er udsigt til en vækstafdæmpning i den globale økonomi. Væksten er allerede aftaget i euroområdet og Kina, mens den forventes at gøre det i USA, når effekten af skattereformen og finanspolitiske stimuli gradvist aftager i 2019-20. Afmatningen er en naturlig del af et balanceret konjunkturforløb, da det bliver vanskeligere at trække nye ressourcer ind i økonomien efter flere år med høj vækst. Vækstafdæmpningen kan dog blive kraftigere end ventet, og de nedadrettede risici dominerer i prognosehorisonten. Det gælder fx risikoen for en eskalering af handelskonflikten mellem USA og Kina, som indtil videre er sat i bero, mens parterne forhandler om en ny handelsaftale. Derudover kan brexit uden en handelsaftale med EU eller en kraftig afmatning i Kina potentielt skabe en tillidskrise med afledte effekter på den globale økonomi.

Global vækstafdæmpning – især i euroområdet

Den globale vækst er bremset lidt op de seneste kvartaler. Det afspejles særligt i industriproduktionen, som er faldet i euroområdet, mens væksten er aftaget i Kina, jf. figur 15.

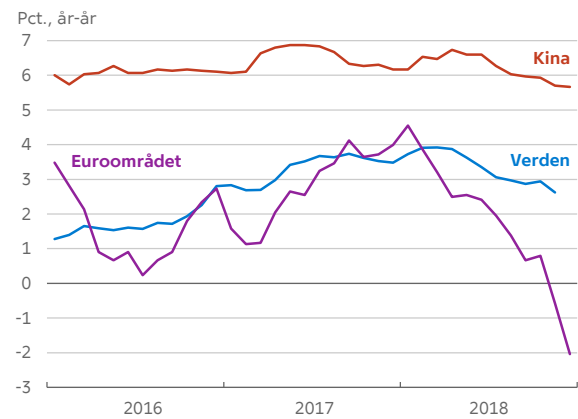
Vækstafmatningen i euroområdet kan bl.a. tilskrives midlertidige forhold, herunder problemer med overgangen til de nye EU-emissionsstandarder, som navnlig har ramt den tyske bilindustri, og de gule vestes demonstrationer i Frankrig.

I euroområdet kan vækststopbremsningen endvidere henføres til en svagere udvikling i den udenlandske efterspørgsel efter en stærk fremgang i 2017. Den nominelle vækst i vareeksporten, der udgør knap 20 pct. af euroområdets BNP, faldt fra 7,1 pct. i 2017 til 3,7 pct. i 2018, jf. figur 16. Det skyldes bl.a., at væksten i eksporten til Kina, Rusland og Tyrkiet aftog. Udviklingen skal ses i lyset af den kinesiske afmatning, de faldende olieprisers effekt på den russiske økonomi og den tyrkiske valutakrise. Til gengæld steg eksportvæksten til USA, hvor der var markant økonomisk fremgang i 2018.

Kina er i gang med en omstilling af økonomien, hvor investeringer og eksport fylder mindre, mens forbrug udgør en større andel. Det kan dæmpe eksportvæksten til Kina, idet importindholdet i forbrug er relativt mindre, og dermed bidrage til at forklare den svage fremgang i euroområdets eksport til Kina. Det kinesiske bidrag til den globale vækst har været konstant de seneste par år trods gradvist faldende

Fald i industriproduktionen i euroområdet

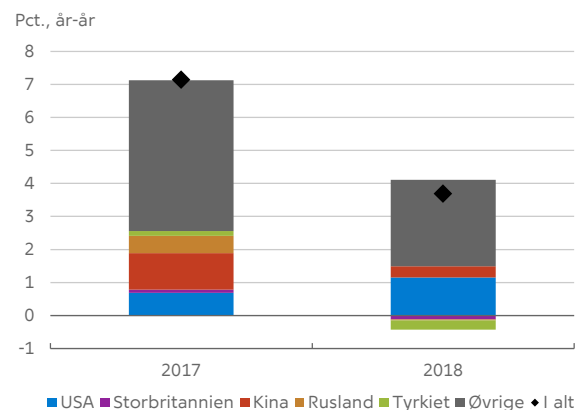
Figur 15



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit.
Kilde: Macrobond.

Nedgang i euroområdets nominelle eksportvækst

Figur 16



Anm.: Her er vist den nominelle årsvækst i euroområdets vareeksport fordelt på bidrag fra de fem største aftagerlande samt øvrige lande.
Kilde: Macrobond.

vækstrater, jf. figur 17. Det skyldes, at den kinesiske økonomi fortsat vokser hurtigere end det globale gennemsnit og udgør en stadig stigende andel af verdensøkonomien.⁵

Væksten i den hjemlige efterspørgsel har været omtrent uændret i euroområdet. Det afspejler den positive spiral, hvor fremgangen på arbejdsmarkedet og i de disponible indkomster er med til at understøtte det private forbrug og vice versa. På det seneste er beskæftigelsesvæksten i euroområdet dog faldet lidt, jf. figur 18.

BNP-væksten i Tyskland aftog til 1,5 pct. i 2018 efter gennemsnitligt at have ligget på 2,1 pct. i perioden 2014-17. Afmatningen kan ud over den lavere eksportvækst tilskrives en svag udvikling i det private forbrug trods fremgang på arbejdsmarkedet. Den italienske økonomi er i teknisk recession efter BNP-fald i både 3. og 4. kvartal 2018. Det skyldes bl.a. en svag udvikling i investeringerne, som skal ses i lyset af politisk usikkerhed. Den spanske økonomi udvikler sig derimod relativt stærkt, hovedsageligt trukket af den indenlandske efterspørgsel.

I Kina er væksten aftaget trods finanspolitiske stimuli. Det skyldes bl.a. regulatoriske stramninger på det finansielle område og handelskonflikten med USA. BNP voksede med 6,6 pct. i 2018, hvilket var det laveste siden 1990.

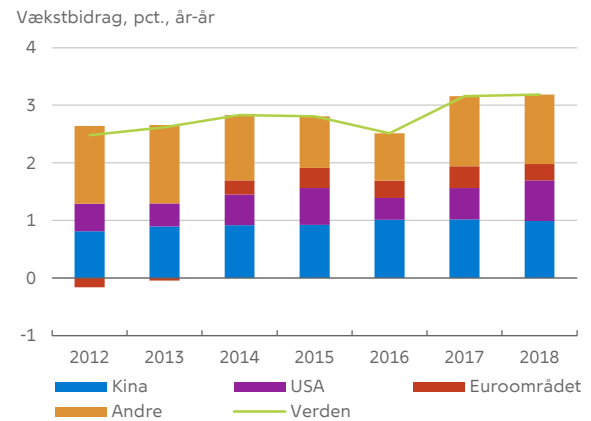
I USA har skattereformen og øvrige finanspolitiske stimuli bidraget til en stærk fremgang gennem 2018. Den føderale regering var delvist nedlukket i fem uger fra den 22. december 2018 til den 25. januar 2019 som følge af politisk uenighed om budgettet og særligt opførelsen af en mur på grænsen til Mexico. Ifølge Kongressens Budgetkontor vil nedlukningen isoleret set reducere BNP med 0,1 pct. i 4. kvartal og 0,2 pct. i 1. kvartal. Størstedelen af produktionstab forventes at blive indhentet, men godt en fjerdedel gør ikke, fordi den private sektor ikke kompenseres for tabt arbejde i modsætning til statsansatte.

Den globale vækst har toppet

Der er flere tegn på, at den globale vækst har toppet i denne konjunkturcykel. Fx viser ledende indikatorer

Den globale vækst drives i høj grad af Kina

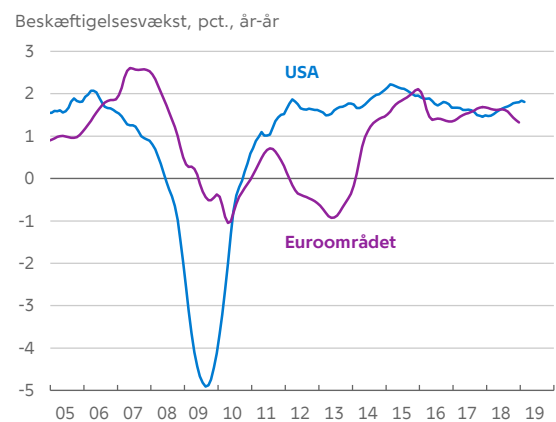
Figur 17



Kilde: Macrobond.

Beskæftigelsesvæksten er aftaget lidt i euroområdet

Figur 18



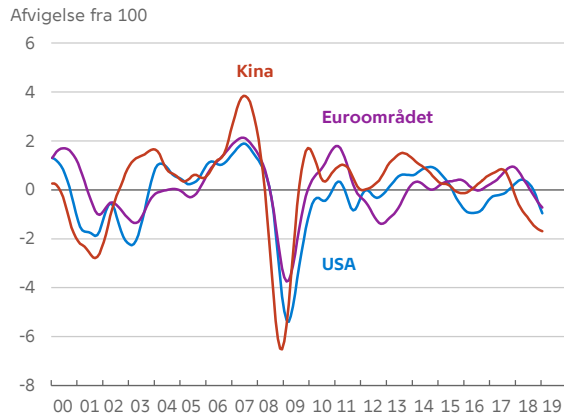
Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Macrobond.

⁵ Det kan illustreres ved, at Kinas bidrag til global vækst i 2018 faktisk var højere end i 2012, på trods af at væksten i 2012 var mere end 1 procentpoint højere end i 2018.

OECD's ledende indikatorer peger på vækstafdæmpning

Figur 19



Anm.: En værdi over/under 100 indikerer højere/lavere vækst end den langsigtede trend.
Kilde: Macrobond.

fra OECD, at væksten i verdens tre største økonomier ventes at falde til et niveau under den langsigtede trend, jf. figur 19. Indikatorerne er baseret på data for bl.a. ordrer, lagerbeholdninger, aktiemarkeder og tillidsbarometre og viser typisk vendepunkter i økonomien 6-9 måneder før BNP.

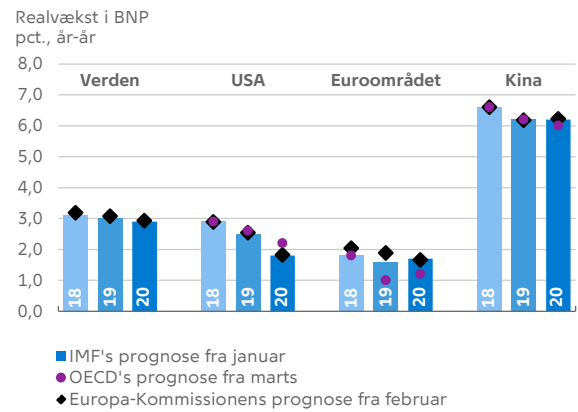
Den Internationale Valutafond, IMF, forventer også en mindre global vækstafmatning de kommende par år, jf. figur 20. I USA skyldes vækststopbremsningen bl.a., at de ekstraordinære stimuli fra skattelettelser og føderale merbevillinger gradvist aftrappes. De internationale organisationers skøn for væksten i euroområdet er gradvist blevet mere pessimistiske de seneste måneder, særligt i forhold til 2019. Det afspejler i nogen grad, at væksten i slutningen af 2018 har været svagere end forventet.

I både USA og euroområdet er den faktiske produktion nu højere end skønnet for den potentielle produktion (positivt produktionsgab), jf. figur 21. Trods højkonjunktoren er finanspolitikken blevet lempet kraftigt i USA de seneste år, mens den har været omtrent neutral i euroområdet. I euroområdet ventes en lempelse af finanspolitikken i 2019, herunder i Tyskland og Italien.

I forhold til at undgå en overophedning er det et sundhedstegn, hvis vækstraterne aftager lidt, når økonomien er nået op på sit potentielle niveau. I

IMF forudser lidt lavere global vækst de kommende år

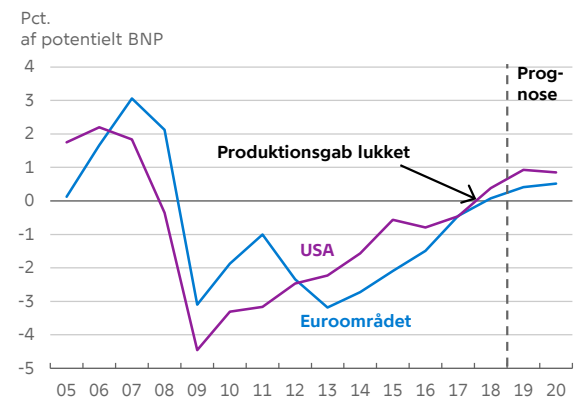
Figur 20



Kilde: Europa-Kommissionen, IMF og OECD.

Produktionsgab er lukket i USA og euroområdet

Figur 21



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

Kilde: Macrobond.

eurområdet sker det imidlertid på et tidspunkt, hvor økonomien stadig er stimuleret af ekstraordinært lempelig pengepolitik. Det efterlader nogen usikkerhed om, hvor robust opsvinget i eurområdet egentlig er.

IMF anfører, at prognosen er forbundet med væsentlige nedadrettede risici. Det gælder bl.a. en eskalering af handelskonflikten mellem USA og Kina, hvor landene på skift har pålagt ekstra told på import af varer fra modparten. I forlængelse af G20-mødet i begyndelsen af december var der imidlertid gode toner, da præsident Donald Trump og præsident Xi Jinping indgik en aftale om at undlade at indføre nye toldsats for 1. marts for at skabe ro til at nå til enighed om en handelsaftale. Præsident Trump meddelte den 24. februar en ydeligere udskydelse af indførelsen af nye toldsats på kinesiske varer som følge af fremgang i forhandlingerne, men har ikke fastsat en konkret ny deadline.

Der er også betydelig usikkerhed vedrørende brexit og konsekvenserne for den britiske økonomi. Pundet blev svækket markant efter folkeafstemningen i juni 2016, men har siden udviklet sig omtrent fladt i forhold til euroen. Det svækkede pund var i første omgang med til at udhule forbrugernes købekraft og lægge en dæmper på fremgangen i det private forbrug. Samtidig var investeringsaktiviteten svag på grund af den øgede usikkerhed. Det har betydet, at den britiske økonomi har udviklet sig svagere end forventet før brexit-afstemningen. Hvis Storbritannien må forlade EU uden en handelsaftale, forventer den britiske centralbank, Bank of England, en kraftig indenlandsk recession med et umiddelbart BNP-fald på op mod 8 pct.

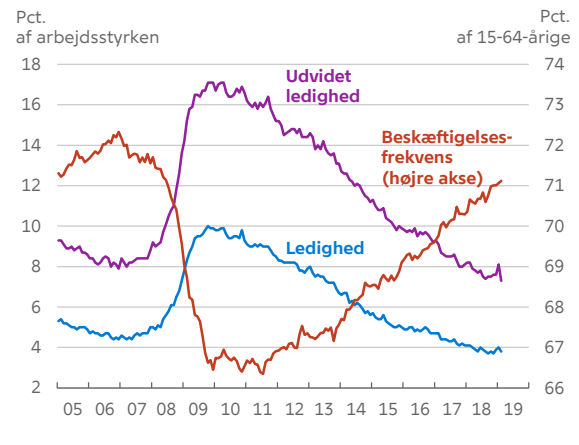
Endelig kan der være afsmittende effekter fra de finansielle markeder til realøkonomien, hvis de finansielle forhold strammes yderligere, fx i form af store aktiekursfald, højere renter og øgede rentespænd. Det kan i særlig grad ramme lande med høj offentlig og privat gæld. En tillidskrise på de finansielle markeder kan eksempelvis forårsages af brexit uden en handelsaftale eller en større kinesisk afmatning end forventet.

Øget arbejdsmarkedspress medfører stigende lønvækst

Det amerikanske arbejdsmarked har stort set været i konstant fremgang, siden ledigheden toppede på 10 pct. i efteråret 2009, jf. figur 22. Beskæftigelsesfrekvensen er næsten på samme niveau som før

Få ledige ressourcer på det amerikanske arbejdsmarked

Figur 22



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.

finanskrisen, og ledigheden har ligget omkring 4 pct. siden efteråret 2017. Det udvidede ledigheds mål, der ud over antallet af ledige også indeholder personer med marginal tilknytning til arbejdsmarkedet og ufrivilligt deltidsansatte, har i gennemsnit ligget på 7,7 pct. det seneste år og dermed lavere end i perioden op til finanskrisen. Det har medvirket til, at det nu i gennemsnit tager amerikanske virksomheder 31 dage at besætte en ledig stilling mod 23 dage i 2007 og 17 dage i 2009.

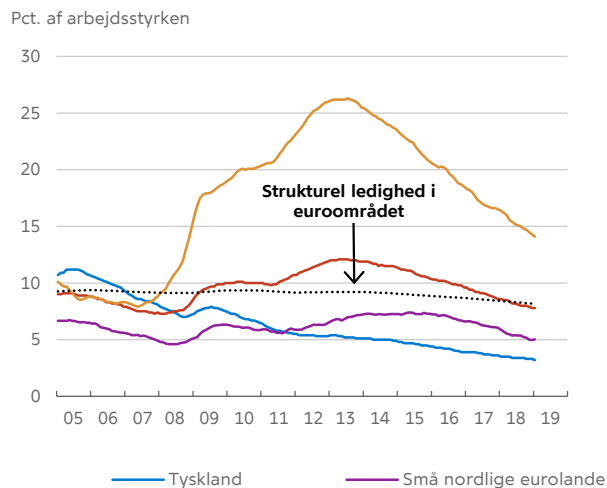
I eurområdet er ledigheden næsten nået ned på niveauet før finanskrisen, men arbejdsmarkedet er aktuelt i bedre balance, idet reformer har bidraget til at reducere den strukturelle ledighed. Der er dog væsentlige forskelle på ledighedsniveauet på tværs af eurolandene. Fx er ledigheden 3,2 pct. i Tyskland, mens den er 14,1 pct. i Spanien, jf. figur 23 (venstre). Den spanske økonomi lider under strukturelle udfordringer med høj langtidsledighed, en ungdomsledighed på knap 40 pct. og mange ufrivilligt deltidsansatte på midlertidige kontrakter. Det illustrerer, at der i nogle eurolande fortsat er uudnyttede ressourcer, som kan trækkes ind på arbejdsmarkedet.

Beskæftigelsesfrekvensen i eurområdet er steget til et rekordhøjt niveau, jf. figur 23 (højre). Det kan både tilskrives højkonjunktoren og gennemgribende arbejdsmarkedsreformer i flere lande. Eksempelvis

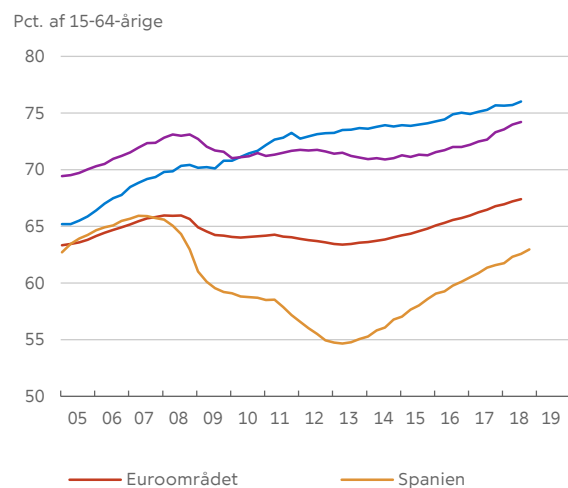
Arbejdsmarkedspresset og beskæftigelsesfrekvens i euroområdet

Figur 23

Arbejdsmarkedspresset varierer på tværs af eurolandene



Beskæftigelsesfrekvensen i euroområdet er nu højere end før krisen



Anm.: Venstre – Små nordlige lande viser det simple gennemsnit for Finland, Holland og Østrig. Den strukturelle ledighed for euroområdet er angivet som et gennemsnit af estimerne fra Europa-Kommissionen og OECD.

Højre – Små nordlige lande viser det simple gennemsnit for Finland, Holland og Østrig.

Kilde: Macrobond.

er beskæftigelsesfrekvensen i Tyskland steget med mere end 10 procentpoint siden implementeringen af Hartz-reformerne, der introducerede de såkaldte minijob, øgede incitamenterne til at blive længere på arbejdsmarkedet og styrkede den aktive arbejdsmarkedspolitik i den første halvdel af 2000'erne. Spanien gennemførte en større arbejdsmarkedsreform i 2012, men beskæftigelsesfrekvensen ligger fortsat noget under gennemsnittet i euroområdet.

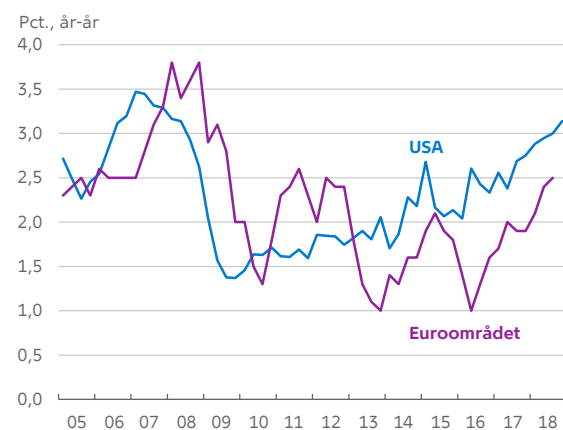
Det stigende arbejdsmarkedspresset skaber øget lønvækst i både USA og euroområdet, jf. figur 24. Lønvæksten er højest i USA, hvor arbejdsmarkedspresset også er størst. En stigende andel af virksomheder melder om mangel på arbejdskraft, og det kan være med til at forstærke lønpreset i de kommende kvartaler.

Afdæmpet prispresset trods stigende lønvækst

Den årlige stigning i de amerikanske forbrugerpriser, målt ved stigningstakten i privatforbrugsdeflatoren, PCE, var 1,8 pct. i november, jf. figur 25. Den amerikanske pengepolitiske komite, Federal Open Market Committee, forventer en årlig stigningstakt på 1,9 og 2,1 pct. i henholdsvis 2019 og 2020. Forventningen for 2019 afspejler bl.a. lavere energipriser, som kun

Stigende lønpres i USA og euroområdet

Figur 24



Anm.: Lønvækst i den private sektor.

Kilde: Macrobond.

forventes at have en midlertidig effekt på den samlede inflation. Det er især priserne på serviceydelser, der bidrager til inflationen. Prisudviklingen på varer er derimod meget afdæmpet, hvilket bl.a. skyldes, at varepriser i højere grad holdes nede som følge af international konkurrence.

I euroområdet er stigningen i den nominelle lønvækst heller ikke slået igennem i prisudviklingen endnu. Således har kerneinflationen – dvs. forbrugerprisinflationen renset for energi, fødevarer, alkohol og tobak – svinget omkring 1 pct. siden 2015. Den overordnede prisudvikling, målt ved stigningstakten i forbrugerprisindekset, HIPC, aftog i slutningen af 2018 på grund af faldende energipriser. Den Europæiske Centralbank, ECB, forventer, at bidraget fra energipriser gradvist vil aftage, og faldet vil dermed ikke få pengepolitiske konsekvenser.

Den amerikanske centralbank er ifølge markedet færdig med at sætte renten op

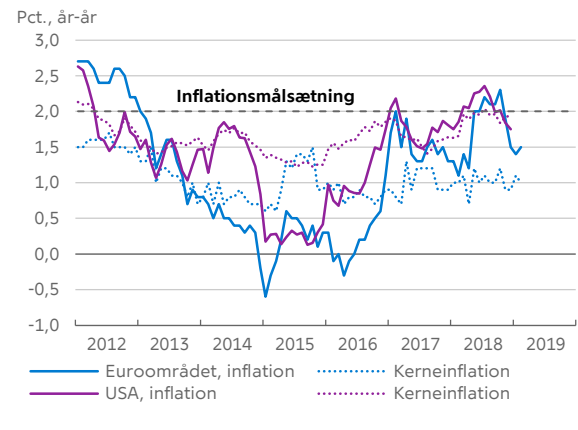
På mødet i januar fastholdt Federal Open Market Committee, FOMC, renteintervallet på 2,25-2,50 pct., jf. figur 26. Siden december 2015, hvor FOMC forhøjede renten første gang efter finanskrisen, er den pengepolitiske rente blevet sat op med 2,25 procentpoint. I den seneste prognose fra december nedjusterede FOMC forventningen til renteforhøjelser fra tre til to i 2019 og fra to til én i 2020. Nedjusteringen begrundes med lavere global vækst, øget volatilitet på de finansielle markeder og strammere finansielle forhold såsom store aktiekursfald, højere renter og øgede rentespænd, der vil lægge en dæmper på økonomien.

I pressemeddelelsen fra januar besluttede FOMC at stoppe *forward guidance*, dvs. eksplicite udtalelser om fremtidige pengepolitiske intentioner i forbindelse med rentebeslutninger. Målet er at styrke dataafhængigheden af rentebeslutningerne. FOMC vil indtil videre fortsætte med at give *forward guidance* om størrelsen af Federal Reserves, Feds, balance.

Prisfastsættelsen af Fed funds futures afspejler nu, at markedsdeltagerne regner det for næsten sikkert, at FOMC er færdig med at sætte renten op i denne konjunkturcyklus. Det kan være et udtryk for, at markedet vurderer, at tidspunktet for næste lavkonjunktur er rykket nærmere. Det kan også ses ved, at rentekurven er blevet fladere, jf. figur 27. Recessioner er historisk set indtruffet i USA, efter at hældningen på rentekurven er blevet negativ. Det er endnu ikke tilfældet.

Faldende energipriser tynger inflationen i USA og euroområdet

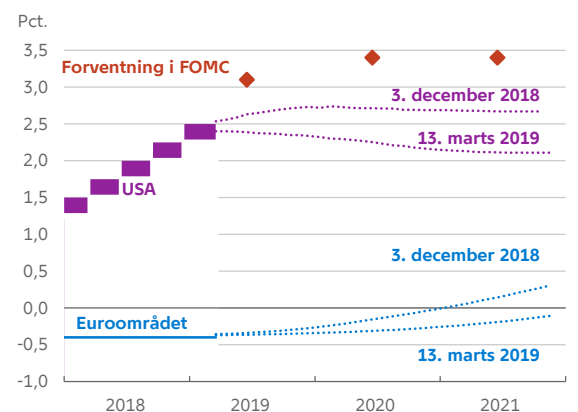
Figur 25



Anm.: Kerneinflationen er defineret som HIPC ekskl. energi, fødevarer, alkohol og tobak for euroområdet og privatforbrugsdeflatoren, PCE, ekskl. energi og fødevarer for USA.
Kilde: Macrobond.

De finansielle markeder forventer ikke flere rentestigninger i USA

Figur 26



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 futures- og forwardpriser.
Kilde: Federal Reserve, Macrobond, Bloomberg og Scanrate Rio.

På rentemødet i marts fastholdt ECB indlånsrenten på -0,40 pct. Samtidig ændrede ECB sin *forward guidance*, så de pengepolitiske renter nu ventes at forblive uændrede som minimum til udgangen af 2019. Før marts var forventningen, at renten tidligst kunne blive sat op efter sommeren 2019. Derudover annoncerede ECB's præsident, Mario Draghi, en ny runde af målrettede langfristede markedsoperationer, TLTRO'er, med start i september 2019 og slut i marts 2021. TLTRO'er har til formål at styrke den pengepolitiske transmissionsmekanisme ved at understøtte långivningen til husholdninger og ikke-finansielle virksomheder. Justeringen i pengepolitikken skal ses i lyset af, at ECB nedjusterede sin prognose for BNP-væksten betydeligt for 2019 og nu forventer blot 1,1 pct. mod 1,7 pct. før. Risici knyttet til vækstudsigterne er nedadrettede bl.a. som følge af politisk usikkerhed, truslen fra øget protektionisme og volatilitet på de finansielle markeder.

Siden juni har ECB nedtrappet opkøbet af obligationer. ECB ophørte endeligt med at foretage yderligere obligationsopkøb ultimo december. ECB planlægger at geninvestere det fulde beløb fra udløbne obligationer opkøbt under programmet. Geninvesteringerne vil fortsætte i en længere periode efter tidspunktet for første rentestigning. ECB vurderer, at effekterne fra opkøbsprogrammet isoleret set vil mindske den gennemsnitlige 10-årige statsrente i euroområdet med 1,0 procentpoint i 2019, faldende til godt 0,5 procentpoint i 2023.

Usikkert vækstbillede presser renter ned

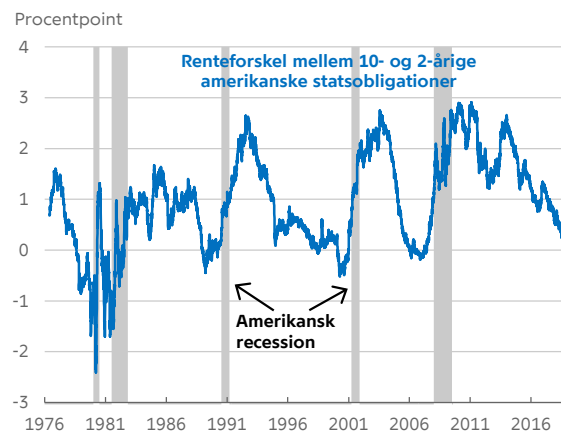
Lavere risikovillighed fik investorerne til at søge mod sikre aktiver i slutningen af 2018. Det var med til at trække de 10-årige statsrenter ned i euroområdet.

De italienske statsrenter steg markant efter valget i marts 2018, jf. figur 28. Regeringsdannelsen viste sig at være vanskelig, og forløbet bød på skiftende politiske udmeldinger vedrørende bl.a. eurosamarbejdet og finanspolitiske lempelser. Italien fik en ny regering på plads i juni, men regeringens første budgetudspil var i strid med EU's finanspolitiske regler og skabte usikkerhed i løbet af efteråret. I december blev det italienske budget godkendt af Europa-Kommissionen og det italienske parlament, hvilket fik renterne til at falde.

De amerikanske statsrenter faldt i begyndelsen af året, hvilket er i tråd med markedets forventninger om færre pengepolitiske rentestigninger.

Den amerikanske rentekurve signalerer forventning om lavere fremtidig vækst

Figur 27

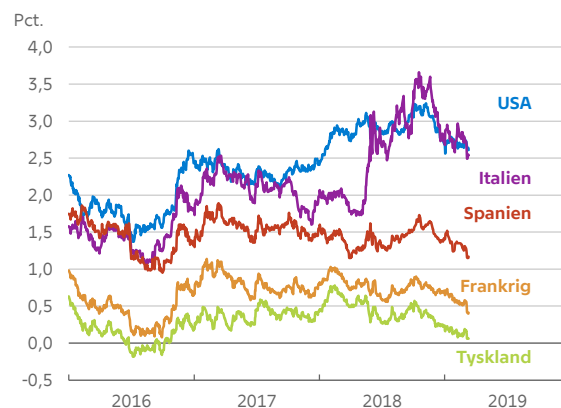


Anm.: Grafen viser forskellen på renten på en 10-årig og en 2-årig amerikansk statsobligation.

Kilde: Macrobond.

Faldende italienske statsrenter efter EU-godkendelse af budgettet

Figur 28



Anm.: 10-årige statsrenter.

Kilde: Macrobond.

Turbulent aktiemarked i 2018

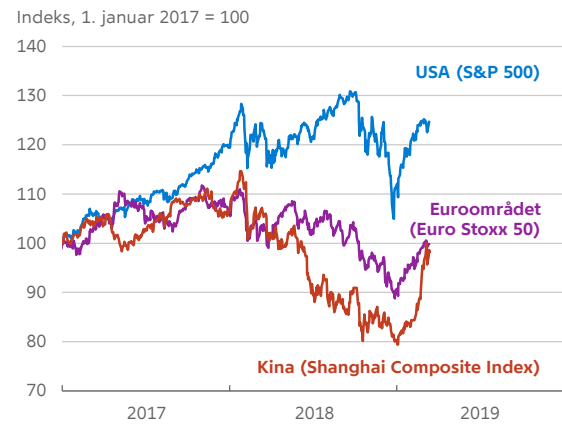
Der var store kursudsving på aktiemarkedene i 2018. Det ledende amerikanske aktieindeks, S&P 500, steg støt fra foråret 2018, mens de øvrige store aktieindeks faldt, jf. figur 29. Øgede bekymringer for en forestående recession i USA og usikkerhed om den fremtidige pengepolitik førte imidlertid til kraftige fald i december, som betød, at også det amerikanske indeks endte i minus for året som helhed.

Kursudviklingen på det europæiske aktiemarked, målt ved Euro Stoxx 50, var på en nedadgående trend i næsten hele 2018. ECB's stop for yderligere obligationsopkøb og brexit-bekymringer var til dels med til at drive kurserne lavere. Det kinesiske aktiemarked, målt ved Shanghai Composite Index, var tyngt af den igangværende handelskonflikt mellem USA og Kina og faldt markant gennem 2018.

I begyndelsen af 2019 har der været en delvis reversion af aktiepriserne i både USA, euroområdet og Kina. De mere positive tendenser på aktiemarkedene skyldes delvist forventninger om nye vækststimulerende tiltag i Kina, positive signaler fra USA og Kina om en ny handelsaftale samt udsigten til mindre pengepolitisk opstramning i USA og euroområdet end tidligere forventet.

Aktierne steg i begyndelsen af 2019 efter store fald i december

Figur 29



Kilde: Macrobond.

Appendiks: Antagelser og revisioner i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2018. Fremskrivningen bygger på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten ventes at blive 3,2 pct. i 2019 og 3,5 pct. i 2020 og 2021, jf. tabel A1. Det er svagere end hidtil ventet, hvilket afspejler de seneste skøn fra IMF, Europa-Kommissionen og OECD. Nedjusteringerne er et udtryk for vækstafmatning og politisk usikkerhed i centrale aftagerlande.

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 rente kurven på de finansielle markeder. Pengemarkedsrenten målt ved T/N-renten bliver fremskrevet med en 3-måneders Cita-swaprente.

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 2021.

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

I begyndelsen af marts 2019 lå olieprisen omkring 64 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, hvilket indebærer en svagt faldende profil frem mod slutningen af 2021.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2018	2019	2020	2021
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,2	3,2	3,5	3,5
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	2,1	1,1	1,6	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,7	2,5	2,7	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	0,9	1,1
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	102,9	102,9	102,9
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,3	6,5	6,5	6,5
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	70,9	65,2	64,8	62,8
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,5	0,5	0,4	0,6
Offentlige investeringer, pct. år-år	3,4	4,1	-0,4	3,3
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	826	827	828	829

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.

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 2018 og 2025-forløbet fra august 2018.

Det reale offentlige forbrug antages at stige 0,5 pct. i 2019. I 2020 og 2021 antages det offentlige forbrug at stige med henholdsvis 0,4 pct. og 0,6 pct. De offentlige investeringer antages at stige 4,1 pct. i 2019 og med henholdsvis -0,4 og 3,3 pct. i 2020 og 2021, jf. tabel A1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skøn for BNP-væksten er nedjusteret i 2019 som følge af svagere eksportmarkedsvækst, jf. tabel A2. Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er lidt svagere end i forrige prognose.

Revisioner i forhold til seneste prognose							Tabel A2
Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP			
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	
Prognose fra september 2018	1,3	1,8	1,7	0,8	1,4	1,6	
Bidrag til ændret skøn fra:							
Eksportmarkedsvækst	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	
Renteudvikling	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	
Valutakurser	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	
Oliepriser	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,0	
Andre faktorer	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,1	
Denne prognose	1,2	1,7	1,7	0,7	1,2	1,5	
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.

Analysen består af en dansk og engelsk version. I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

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

Redaktionen er afsluttet
13. marts 2019



**DANMARKS
NATIONALBANK**