

DANMARKS NATIONALBANK

18. SEPTEMBER 2019 — NR. 20

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI – SEPTEMBER 2019

Lidt lavere vækst i de kommende år

- Dansk økonomi befinder sig i en højkonjunktur på tredje år, og fremgangen er fortsat i første halvdel af i år. Økonomien har indtil videre vist sig robust over for den opbremsning og den uro, der er indtruffet i den globale økonomi det seneste års tid.
- Svagere udvikling i udlandet vil med tiden smitte af på dansk økonomi, og der er begyndende tegn på en opbremsning på arbejdsmarkedet. Efter flere år med højkonjunktur tegner der sig et billede af, at væksten går lidt ned i kadence i de kommende år.
- Højkonjunktoren i dansk økonomi har fundet sted, uden at der er opbygget betydelige ubalancer. Den er derfor godt rustet til en afmatning i væksten. Lidt lavere vækstrater under en højkonjunktur er ikke et signal om, at finanspolitikken skal lempes. De finansielle forhold er stadig lempelige.

INDHOLD

- 2 UDSIGTER FOR
DANSK ØKONOMI
PÅ EN SIDE
- 3 UDSIGTER FOR
DANSK ØKONOMI
- 15 INTERNATIONAL
BAGGRUND
- 26 BILAG



Usikkerhed i udlandet

vil smitte af på
dansk økonomi

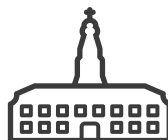
Læs mere



Væksten går lidt ned

fra 1,8 pct. i år
til 1,5 pct. i 2021

Læs mere



Finans- politikken

bør ikke lempes

Læs mere

Udsigter for dansk økonomi på en side

- Fremgangen i dansk økonomi er fortsat i årets første halvår. Dermed har økonomien indtil videre trodset den vækstafdæmpning, der er indtruffet hos flere af Danmarks vigtigste handelspartnere det seneste år.
- Der er begyndende tegn på en mindre opbremsning på arbejdsmarkedet. Ledigheden er steget svagt de seneste måneder, og beskæftigelsen er bremset op de seneste to måneder.
- Presset på arbejdsmarkedet er aftaget, og lønstigningerne er fladet ud. Også prispresset er svagt. Den umiddelbare risiko for en overophedning på arbejdsmarkedet er lav.
- Der er udsigt til, at væksten på eksportmarkederne går ned. Med tiden vil det også smitte af på dansk økonomi.
- Efter flere år med højkonjunktur tegner der sig et billede af, at væksten går lidt ned i de kommende år. BNP skønnes at stige med 1,8 pct. i år, reduceret til 1,5 pct. i 2020 og 2021. Det er en udvikling omtrent på linje med potentialet.
- Den aktuelle højkonjunktur har indtil videre været balanceret – understøttet af øget arbejdsudbud og ikke båret af kreditvækst. Dansk økonomi er derfor i udgangspunktet godt rustet til at håndtere lidt lavere vækst.
- På boligmarkedet er lejlighedspriserne i de større byer bremset op. På det københavnske lejlighedsmarked er det et udtryk for, at priserne i højere grad afstemmes med indkomstudviklingen, boligudbud, renter mv.
- Risici for vækstudsigterne er overvejende negative og knytter sig særligt til en større international vækstafmatning end forudsat, en evt. hård brexit og/eller en eskalering af handelskonflikten mellem USA og Kina.
- Der er mulighed for en kraftigere vækst i efterspørgslen end ventet. Mange boligejere har udnyttet de lave renter til at omlægge realkreditgæld. I det omfang muligheden benyttes til også at optage merbelåning, kan det skubbe ekstra til forbruget – om end forbrugerne har været ganske tilbageholdende hidtil under opsvinget.
- Lidt lavere vækstrater i de kommende år skal ikke ses som et udtryk for, at en lavkonjunktur er på vej, og at finanspolitikken bør lempes. Økonomien opererer aktuelt lidt over sit potentiale. Det er vigtigt at holde fast i de vedtagne reformer på arbejdsmarkedet for at understøtte fortsat sund fremgang i beskæftigelsen.

Centrale økonomiske størrelser

					2018	2019	
	2018	2019	2020	2021	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.
Realvækst i forhold til året før, pct.							
BNP (real), pct.	1,5	1,8	1,5	1,5	0,8	0,2	0,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.971	3.011	3.036	3.058	2.986	3.000	3.008
Ledighed, brutto, 1.000 personer	108	104	100	95	105	104	104
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,7	7,0	6,6	6,2	7,1	5,6	9,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,6	2,2	-0,3	-0,5	0,0	2,3	2,7
Huspriser ¹ , pct. år-år	3,8	2,4	3,5	3,0	3,3	2,3	2,2
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,7	0,8	1,0	1,5	0,7	1,2	0,7
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,4	2,4	2,8	3,1	2,4	2,3	2,2

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.

² Danmarks Statistiks implicite lønindeks.

Kilde: Danmarks Statistik og egne skøn.

Udsigter for dansk økonomi

Væksten ventes at aftage i de kommende år

Dansk økonomi har oplevet solid fremgang de senere år, og bruttonationalproduktet, BNP, voksede i gennemsnit 2,1 pct. årligt i 2015-18. Fremgangen har løftet dansk økonomi fra lavkonjunktur og ind i en højkonjunktur på tredje år. Væksten i økonomien har været understøttet af reformer på arbejdsmarkedet og er ikke drevet af kreditvækst. Højkonjunktoren er derfor mere balanceret, end det var tilfældet i midten af 2000'erne. Fremgangen i dansk økonomi er fortsat i 1. halvår 2019, hvor BNP er vokset 2,1 pct. i forhold til 1. halvår sidste år.

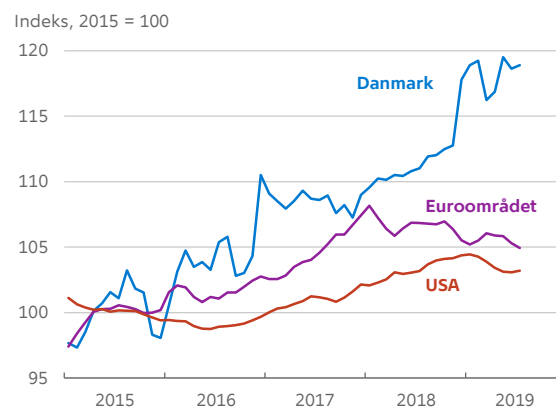
Økonomien har dermed indtil videre trodset den afdæmpning i aktiviteten, der er indtruffet i flere af Danmarks vigtigste samhandelslande, jf. figur 1. I Europa er væksten aftaget i de eksporttunge industrierhverv, herunder i Tyskland og Sverige, mens de mere arbejdskraftstunge service- og byggeerhverv for nu holder kadencen. I Italien bidrager politisk usikkerhed til, at økonomien ikke er vokset siden midten af 2018, mens usikkerhed relateret til brexit holder aktiviteten i Storbritannien nede. I USA er virkningen fra de lempelige finanspolitiske tiltag sidste år ebbet ud, hvilket har ført til en opbremsning i forbrugs- og investeringsfremgangen.

Opbremsningen i de større økonomier har medført en del spekulation i, om en vending i konjunkturerne på globalt plan er under opsejling. En række indikatorer peger også i retning af, at risikoen for en forestående recession i USA og Europa er taget til de sidste par år.¹ Skulle risikoen materialisere sig, vil det dæmpe væksten i verdensøkonomien.

De seneste prognoser fra Den Internationale Valutafond, IMF, OECD og Europa-Kommissionen tegner også et billede af, at den globale vækst vil blive mindre end i de foregående år. Det skal primært ses i lyset af en vigende efterspørgsel som følge af stor usikkerhed men også, at flere økonomier er i en højkonjunktur med få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. USA og Tyskland har eksempelvis befundet

Dansk industriproduktion har hidtil trodset vækstopbremsningen i udlandet

Figur 1



Anm.: Indeks for industriens produktion opgjort i mængder.
 3 måneders glidende gennemsnit.
 Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og OECD.

sig i en højkonjunktur i nogle år, mens euroområdet som helhed først lige er nået ud af lavkonjunktoren. Overgangen fra lavkonjunktur til højkonjunktur er sket, uden at inflationen er steget, og derfor er pengepolitikken i euroområdet forblevet lempelig.

Selv om de internationale institutioner over en bred kam har nedjusteret de globale vækstudsigter siden marts, er der stadig tale om fremgang på de danske eksportmarkeder. Med et godt konkurrencemæssigt udgangspunkt er de danske virksomheder godt rustede til at imødekomme den udenlandske efterspørgsel de kommende år.

Lempelige finansielle forhold, med bl.a. meget lave renter, har stimuleret økonomien under opsvinget. De seneste måneder har den øgede globale usikkerhed ført til yderligere rentefald,² og markedsforventningerne peger i retning af, at renterne forbliver endnu lavere frem mod udgangen af 2021

1 Se Deanie M. Haugaard Jensen og Rasmus Mose Jensen, Risikoen for global recession er steget, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, august 2019.

2 Se Danmarks Nationalbank, Rentefald og konverteringsbølge, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 19, september 2019.

end ved udarbejdelsen af den seneste prognose fra marts. Det vil understøtte den økonomiske aktivitet.

Virkingen af det aktuelt lave renteniveau på aktiviteten er imidlertid mindre i dag, end den ville have været tilbage i midt-2000'erne og 1990'erne. Den lavere virkning skyldes et fald i den såkaldte naturlige realrente, der er et estimeret mål for det renteniveau, der hverken stimulerer eller dæmper den økonomiske aktivitet.³ Det er både danske og udenlandske forhold, der har bidraget til den faldende naturlige realrente, herunder lavere potentiel vækst, ændret international opsparingsadfærd og demografiske forskydninger. Flere af disse forhold kan forventes at holde den naturlige realrente lav flere år frem.

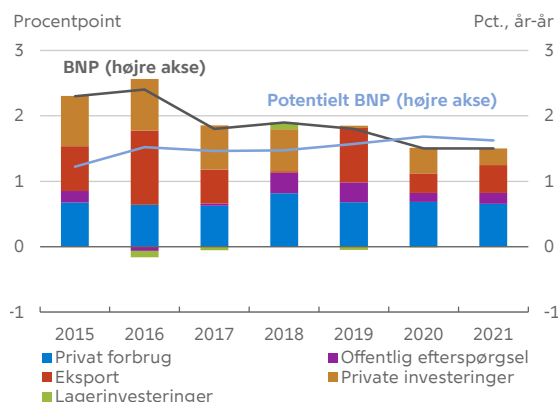
Både på arbejds- og boligmarkedet har der været fremgang med henholdsvis øget beskæftigelse og stigende boligpriser under opsvinget, uden at der er opbygget væsentlige ubalancer. På arbejdsmarkedet er der nu tidlige tegn på en opbremsning. Fremgangen i beskæftigelsen er gået en smule ned i tempo i løbet af året, mens ledigheden er fladet ud omkring 105.000 fuldtidspersoner. Presset på arbejdsmarkedet er også aftaget en smule. Virksomhederne angiver i mindre grad mangel på arbejdskraft som en hæmmende faktor for produktionen, end de gjorde sidste år, og lønstigningstakten er fladet ud. Under opsvinget har lønstigningerne generelt været moderate. Det hænger dels sammen med, at der har været en afdæmpet udvikling i forbrugerpriserne, dels at arbejdsstyrken er blevet udvidet på grund af senere tilbagetrækning og tilgang af udenlandsk arbejdskraft.

På boligmarkedet har priserne på ejerlejligheder i de større byer som København, Aarhus og Aalborg udviklet sig fladt, mens priserne på enfamiliehuse på landsplan er steget i uændret tempo i første halvår. Opbremsningen i byerne afspejler bl.a. et betydeligt nybyggeri, der har øget boligudbuddet, samt strammere låneregler mv. Den afdæmpede udvikling i priserne efterlader indtrykket af, at en blød landing er i gang på det københavnske lejlighedsmarked, hvor priserne i højere grad afstemmes med husholdningernes indkomst mv.

³ Se Jakob Feveile Adolfsen og Jesper Pedersen, Den naturlige realrente i Danmark er faldet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2019.

Væksten aftager de kommende år

Figur 2



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Generelt har husholdningerne været tilbageholdende med at omsætte stigende indkomster og formue til forbrug de senere år. I stedet har de konsolideret sig og nedbragt gæld. De faldende renter siden årsskiftet har tilskyndet en stor del af boligejerne til nedkonvertering af fastforrentede realkreditlån. I den forbindelse optager flere typisk en merbelåning, der kan bruges til at nedbringe anden gæld eller til at øge privatforbruget.⁴

Med stigende indkomster og formue forventes privatforbruget at trække væksten i år og de kommende år, jf. figur 2. Eksporten ventes også at bidrage, men i mindre grad end de foregående år som følge af den lidt lavere vækst på eksportmarkederne. Samlet ventes BNP-væksten at aftage lidt fra 1,8 pct. i år til 1,5 pct. i 2020 og i 2021. Det er lidt svagere end prognosen fra marts 2019. Beskæftigelsen forventes at blive forøget med omkring 60.000 personer frem mod udgangen af 2021.

Væksten i både BNP og beskæftigelsen ventes dermed at aftage til et niveau tæt på potentialet. Det er hensigtsmæssigt i den aktuelle situation med en moderat højkonjunktur og kan bidrage til, at øko-

⁴ Se Henrik Yde Andersen, Alexander Meldgaard Otte, Stine Ludvig Bech og Ida Rommedahl Julin, Låneomlægninger understøtter det private forbrug, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 17, september 2019.

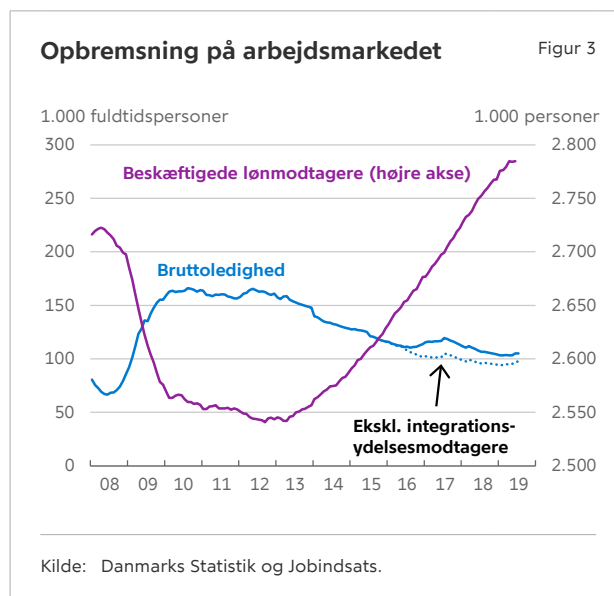
nomien undgår en overophedning, hvor der opbygges ubalancer, der kan medføre et forstærket og abrupt tilbageslag efterfølgende. Produktionsgab, dvs. forskellen mellem faktisk og konjunkturneutral produktion, skønnes at forblive omkring 1,5 pct. af potentielt BNP.

I et sådant forløb er der ikke behov for at lempe finanspolitikken for at imødekomme en vækstafdæmpning. De automatiske stabilisatorer, som er stærke i Danmark, vil i sig selv øge sandsynligheden for en blød landing for dansk økonomi. Det er vigtigt, at de allerede vedtagne reformer på arbejdsmarkedet fastholdes. De er en stor del af årsagen til, at højkonjunktoren har været balanceret hidtil, og de udgør også hjørnestenen i Danmarks sunde offentlige finanser.

Den nye regering har bebudet, at den vil føre en økonomisk politik inden for de gældende rammer for de offentlige finanser, herunder det mellemfristede mål om strukturel balance i 2025. Regeringen har samtidig tilkendegivet, at den igangværende højkonjunktur indbyder til påpasselighed i tilrettelæggelsen af finanspolitikken. Det er der også lagt op til i det tekniske finanslovsforslag fra slutningen af august, og det bør overordnet føres videre både i det udspil, regeringen præsenterer i forbindelse med Folketingets åbning, og i den aftale, som efterfølgende indgås.

Vækstudsigterne er præget af væsentlige nedadrettede risici. Det gælder ikke mindst en yderligere optrapning af handelskonflikten mellem USA og Kina, som er taget til igennem 2019, hvor den amerikanske og den kinesiske administration skiftevis har øget tolden på import fra hinanden. Dertil kommer, at handelsvilkårene mellem EU og Storbritannien efter brexit endnu ikke er afklaret. En skilsmisse uden en handelsaftale, en såkaldt hård brexit, vil potentielt have store konsekvenser for især Storbritannien, men vil også smitte af på europæisk og dansk økonomi. De nedadrettede risici indebærer også, at risikoen for en global recession er taget til, især signaleret ved inverteringen af den amerikanske rentekurve.

Der er også mulighed for, at højkonjunktoren bliver kraftigere end ventet; det er dog mindre sandsynligt end tidligere. Presset på arbejdsmarkedet er aftaget, og der er udsigt til moderate løn- og prisstigninger. Konverteringsbølgen kan imidlertid udgøre en katalysator, der kan igangsætte en større forbrugs-



vækst, hvor husholdninger med friværdi i højere grad end ventet veksler øget indkomst og opsparing til forbrug. Forbrugerne som helhed har imidlertid i forvejen haft rige muligheder for at løfte forbruget mere end set hidtil under opsvinget.

Fremgangen på arbejdsmarkedet er bremset op

Lønmodtagerbeskæftigelsen er under opsvinget steget jævnt med i gennemsnit 3.700 personer pr. måned siden 2015. Stigningen er dog bremset op de seneste to måneder, jf. figur 3. Det er under opsvinget tidligere set i enkelte måneder, men ikke i to på hinanden følgende måneder. Ledigheden er i 2019 fladet ud og udgør 3,8 pct. af arbejdsstyrken. Den ligger nu ca. 10.000 fuldtidspersoner under den estimerede strukturelle ledighed, og ledighedsniveauet afspejler dermed primært friktionsledighed.

Selv om beskæftigelsen opgjort i antal personer er højere end i 2008, er arbejdsmarkedet ikke så stramt som dengang. Beskæftigelsesfrekvensen, opgjort som andelen af 16-66-årige i beskæftigelse, ligger stadig lidt under niveauet i 2008. Dertil kommer, at den gennemsnitlige arbejdstid er faldet, bl.a. fordi en del af fremgangen i beskæftigelsen har været deltidsbeskæftigelse.

Arbejdsmarkedet er præget af fortsatte rekrutteringsudfordringer, der dog er mindre udtalte end tidligere. Virksomhedernes angivelse af mangel på arbejdskraft er aftaget lidt det seneste års tid, ligesom antallet af nye jobannoncer er fladet ud. Derudover er antallet af udenlandske lønmodtagere

faldet en anelse de seneste to måneder efter at være steget jævnt under opsvinget hidtil.

Den seneste udvikling på arbejdsmarkedet kan være en tidlig indikation på en mere afdæmpet fremgang fremover. Udviklingen er ikke i sig selv bekymrende, da beskæftigelsen aktuelt skønnes at ligge ca. 55.000 personer over det niveau, der er forbundet med en neutral konjunktursituation. Den umiddelbare risiko for flaskehalse og opbygning af ubalancer er mindsket.

Udenlandsk arbejdskraft og senere tilbagetrækning har været afgørende for opsvinget

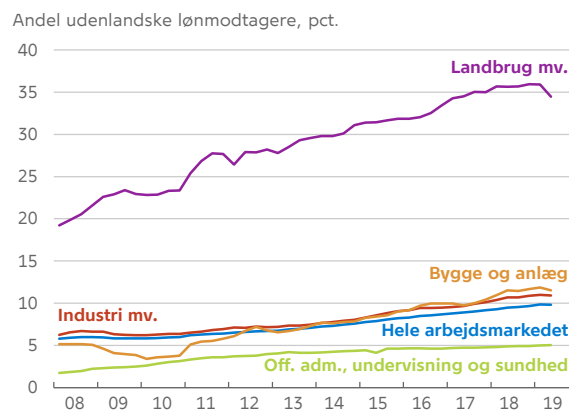
Under opsvinget er beskæftigelsen hidtil forøget med knap 250.000 personer, og arbejdsstyrken er udvidet med i alt 204.000 personer. I midten af 2000'erne steg arbejdsstyrken blot med 65.000 personer. Stigningen i arbejdsstyrken skyldes især øget tilgang af udenlandsk arbejdskraft og tidligere vedtagne arbejdsmarkedsreformer, der har løftet erhvervsdeltagelsen blandt særligt de ældre aldersgrupper på et tidspunkt med stigende efterspørgsel efter arbejdskraft.

Andelen af udenlandske lønmodtagere på det danske arbejdsmarked er siden 2010 næsten fordoblet og udgør nu 10 pct. Særligt landbruget gør brug af udenlandsk arbejdskraft, her er knap 35 pct. af lønmodtagerne nu udenlandske statsborgere, jf. figur 4. Begrænses mulighederne for at tiltrække og fastholde udenlandske lønmodtagere, vil det derfor ramme nogle brancher hårdt.

Tilbagetrækningsaftalen fra 2011 forhøjede efterlønsalderen fra 2014 og har i sig selv reduceret efterlønsfrekvenserne for de berørte aldersgrupper, jf. figur 5, venstre. Der er en tydelig tendens til, at det har medført senere tilbagetrækning fra beskæftigelse. Beskæftigelsesfrekvenserne for 60- og 61-årige, hvis efterlønsalder er hævet, har nærmet sig beskæftigelsesfrekvensen for 59-årige, jf. figur 5, højre. Samtidig har der løbende været en faldende tilbøjelighed til at benytte efterlønsordningen og tilsvarende en stigende beskæftigelse blandt seniorer, også for aldersgrupper, der ikke direkte er påvirket af forhøjet efterlønsalder. Dermed kan øget modregning, mere gunstige konjunkturer, forbedret sundhed og normændringer også have betydning for tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet.

Særligt landbruget har en høj andel af udenlandske lønmodtagere

Figur 4



Anm.: Andel af lønmodtagere i udvalgte brancher, der er udenlandske statsborgere. Målt i fuldtidspersoner.
 Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats og egne beregninger.

Vigtigheden af tilbagetrækningsreformerne og øget tilgang af internationalt rekrutteret arbejdskraft kan illustreres ved et modelberegnet alternativt forløb, hvor opsvinget ikke i samme omfang understøttes af stigende arbejdsudbud. Uden faldende efterlønsfrekvenser, bl.a. som følge af tilbagetrækningsaftalen fra 2011, og uden muligheder for at rekruttere yderligere international arbejdskraft ville BNP ifølge modelberegningen have været ca. 1,0 pct. lavere sidste år, jf. boks 1.

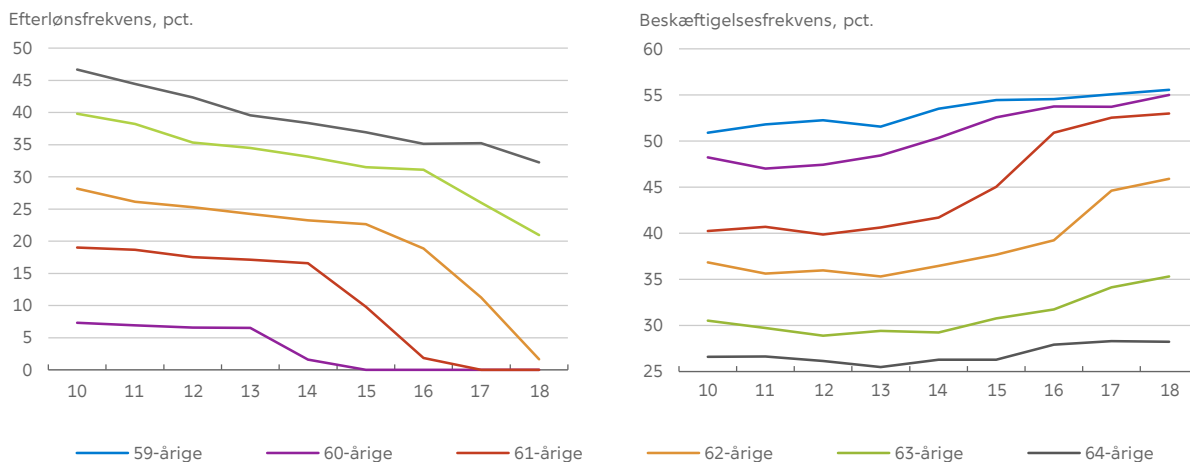
Ydermere ville lønvæksten være øget, konkurrenceevnen samt eksporten ville være svækket. Presset på arbejdsmarkedet ville være taget til med opbygning af potentielle ubalancer til følge. Et mere stramt arbejdsmarked kunne endvidere have medført faldende produktivitet som konsekvens af forøget jobomsætning og tilgang af mindre produktiv arbejdskraft.

Tilbagetrækningsreformerne og øget tilgang af internationalt rekrutteret arbejdskraft har dermed været afgørende for at sikre en balanceret udvikling på arbejdsmarkedet uden opbyggelse af ubalancer under opsvinget.

Erfaringsmæssigt kan rettighedsbaserede ordninger, som fx efterlønsordningen, overgangsydelsen

Efter at tilbagetrækningsaftalen trådte i kraft fra 2014, er en større andel af de berørte aldersgrupper i beskæftigelse

Figur 5



Anm.: Tilbagetrækningsaftalen påvirker fra 2014 til 2018 de 60-62-årige.
 Kilde: UADAM og egne beregninger.

og retten til forlængede dagpenge for 50-59-årige fra henholdsvis 1979, 1992 og 1993, medføre en udbredelse, der er større end tilsigtet.⁵ Hvis flere end blot de personer, ordningerne er tiltænkt, benytter sig af dem, risikerer den samlede samfundsmæssige velstand at blive mindsket. Målrettede ordninger i stedet mere direkte, kan effekten øges og omkostningerne begrænses.

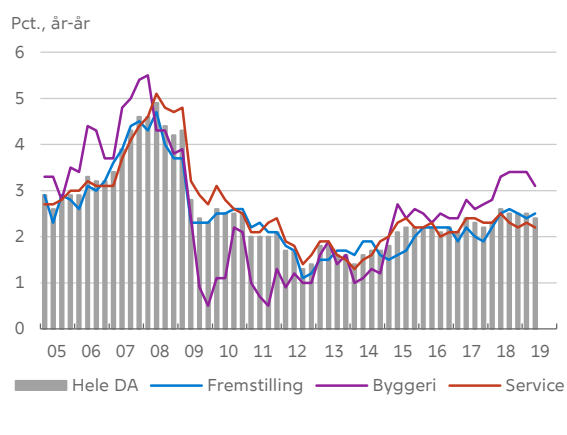
Lønvæksten er fladet ud

Det seneste år er lønaccelerationen bøjet lidt af, i takt med at presset på arbejdsmarkedet er lettet en smule. Ifølge lønstatistik fra Dansk Arbejdsgiverforening, DA, aftog årsstigningstakten på DA-området fra 2,5 til 2,4 pct. i 2. kvartal 2019, jf. figur 6. Afbøjningen er bredt funderet på tværs af erhvervene. I bygge- og anlægs- erhvervene, hvor lønstigningerne længe har været højest, aftog årsstigningstakten til 3,1 pct. i 2. kvartal. Blandt de konkurrenceudsatte fremstillingsvirksomheder og de arbejdskraftstunge serviceerhverv var lønvæksten mere afdæmpet. Her steg lønnen med henholdsvis 2,5 pct. og 2,2 pct. i 2. kvartal 2019.

Lønstigningstakterne har generelt været moderate under opsvinget. Det hænger bl.a. sammen med den

Lønstigningstakten er fladet ud

Figur 6



Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening.

afdæmpede udvikling i forbrugerpriserne. De seneste år er reallønnen i fremstillingserhvervene steget med ca. 1,5 pct., hvilket er tæt på gennemsnittet siden 1990. Reallønnen angiver lønnen justeret for udviklingen i forbrugerpriserne og er dermed et mål for udviklingen i købekraften.

5 Se fx Finansministeriets *Finansreddegørelse 2014*, kapitel 5.

Uden faldende efterlønsfrekvenser og øget tilgang af internationalt rekrutteret udenlandsk arbejdskraft under opsvinget ville presset på arbejdsmarkedet være taget til

Boks 1

Uden bidrag til arbejdsstyrken fra internationalt rekrutteret udenlandsk arbejdskraft¹ og færre personer på efterløn som følge af faldende efterlønsfrekvenser kunne opsvinget have udviklet sig væsentligt anderledes. Det forløb kan illustreres i en beregning på Danmarks Nationalbanks makroøkonomiske model, MONA. I modelberegningen reduceres udviklingen i arbejdsstyrken i et alternativt forløb svarende til bidragene fra internationalt rekrutteret udenlandsk arbejdskraft, og erhvervsdeltagelsen for de 60-70-årige fastholdes på niveauet fra ultimo 2012. Det forudsættes i beregningen, at de øgede overførselsudgifter til efterløn finansieres gennem lavere offentligt forbrug.

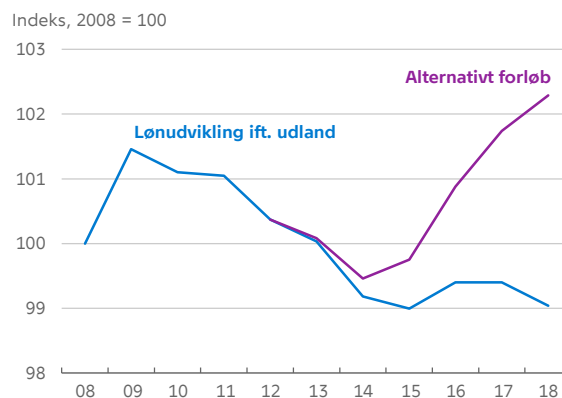
Fra 1. kvartal 2013 til 4. kvartal 2018 har flere internationalt rekrutterede udenlandske lønmodtagere øget arbejdsstyrken med ca. 51.000 fuldtidspersoner. Ligeledes har øget erhvervsdeltagelse blandt de 60-70-årige øget arbejdsstyr-

ken svarende til knap 47.000 fuldtidspersoner. De ældre generationers øgede erhvervsdeltagelse kan tilskrives dels generelt stigende erhvervsfrekvenser, dels effekter af tilbagetrækningsaftalen fra 2011, der bidrog til at sænke antallet af personer på efterløn med knap 50.000 fuldtidspersoner ultimo 2018. Over perioden 2014-19 øger aftalen bl.a. efterlønsalderen fra 60 til 63 år og skærper modregning af efterlønsydelsen.

I det modelberegnete alternative forløb med lavere arbejdsstyrke reduceres BNP med ca. 1,0 pct., og beskæftigelsen reduceres med knap 40.000 personer i 2018. I modellen indebærer det øgede pres på arbejdsmarkedet, at reallønsvæksten øges til op mod 2,1 pct. årligt. Lønsvæksten svækker endvidere konkurrenceevnen og reducerer eksportomfanget.

Lavere BNP-vækst og forringet lønkonkurrenceevne i det alternative forløb uden faldende efterlønsfrekvenser og øget tilgang af internationalt rekrutteret udenlandsk arbejdskraft

Modelberegnet virkning	2018
BNP	ca. 1,0 pct.
Beskæftigelse	knap 40.000 personer
Lønudvikling i forhold til udland	ca. 3,3 pct.



Kilde: Danmarks Statistik, Jobindsats og egne beregninger bl.a. på MONA.

¹ Internationalt rekrutteret udenlandsk arbejdskraft defineres her som udenlandske statsborgere med lønindkomst i Danmark, der er kommet til Danmark med erhverv som opholdsgrundlag. Antallet er dermed lavere end det samlede antal udenlandske lønmodtagere, da der ikke medregnes personer, der er kommet til landet af andre årsager end for at arbejde (fx flygtninge, medfølgende familie og studerende).

De lave lønstigninger er ikke kun et dansk fænomen, og de seneste år har de danske industrivirksomheders lønstigningstakt kun været lidt lavere end hos de udenlandske konkurrenter.

De senere års opsving på arbejdsmarkedet har alt andet lige gjort det sværere for virksomhederne at besætte ledige stillinger. Det har ført til lidt højere lønstigninger de foregående år. Med udsigten til lidt svagere vækst og et lidt lavere pres på arbejdsmarkedet ventes lønstigningstakten i fremstillingserhvervene kun at tage lidt til i de kommende år fra 2,4 pct. i år til 3,1 pct. i 2021. Der er dermed fortsat tale om moderate lønstigninger.

Kun svagt prispres

Årstigningstakten i forbrugerpriserne er aftaget igennem 2019, og i august steg det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, 0,5 pct., jf. figur 7. Dermed fortsætter den afdæmpede udvikling i forbrugerpriserne, som har gjort sig gældende siden begyndelsen af 2013. Det svage prispres er bredt funderet. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationsen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, steg 0,7 pct. i august. Den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, der er et mål for det indenlandske prispres, steg 0,7 pct., og engrospriserne ekskl. energi steg 0,4 pct.

Også i euroområdet udvikler priserne sig afdæmpet. De danske priser har dog udviklet sig svagere end i euroområdet siden medio 2016. Fastkurspolitikken over for euroen indebærer, at prisstigningstakten mellem Danmark og euroområdet følges ad på mellemlangt sigt, men de kan i korte perioder afvige fra hinanden.

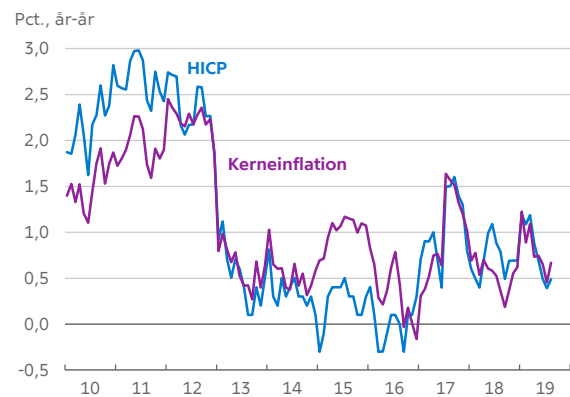
Som følge af en afdæmpet vækst i importpriserne og lønstigningstakten ventes det indenlandske prispres kun at tage lidt til de kommende år. Forbrugerpriserens årstigningstakt forventes at stige fra 0,8 pct. i år til 1,0 pct. i 2020 og 1,5 pct. i 2021. Det er omtrent på linje med ECB's forventninger til prisudviklingen i euroområdet.

I de større byer er lejlighedsmarkedet bremset op

I København, Aarhus og Aalborg er priserne på ejerlejligheder bremset op, mens priserne fortsætter op i Odense. Der sælges færre lejligheder end i de senere år, især i København, Aarhus og Aalborg. Det har sammen med færdiggørelsen af meget nybyggeri fået udbuddet af lejligheder til salg til at stige. Priserne på enfamiliehuse stiger i alle landsdele, og

Svagt prispres

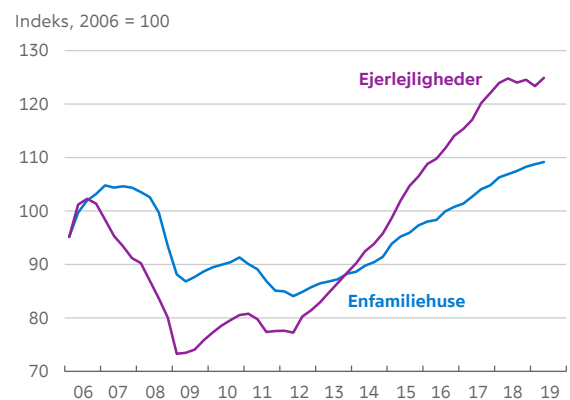
Figur 7



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Priserne på huse stiger, mens de er fladet ud for ejerlejligheder

Figur 8



Anm.: Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

på landsplan er huspriserne steget i omtrent samme tempo i løbet af i år som 2. halvår 2018, jf. figur 8. Handelsaktiviteten er på et højt niveau, og udbuddet af huse til salg har ligget på et stabilt niveau det seneste halvandet år.

I København er priserne på ejerlejligheder siden 2012 steget mere, end hvad der kan forklares af udviklingen i husholdningernes disponible indkomster og renteniveauet mv. At priserne her er bremset op, hænger formentlig sammen med, at de høje priser har begrænset antallet af købere, der har råd til at købe bolig i København. Strammere låneregler kan også have reduceret antallet af købere. De stigende

ejerlejlighedspriser har også ansporet et betydeligt nybyggeri, der har øget boligudbuddet betragteligt i København. Ændringen i boligbeskatningen, der træder i kraft i 2021, kan også have dæmpet efterspørgslen blandt boligkøbere i København.⁶

Meget boligbyggeri er stadig i gang i hovedstaden, og det vil øge boligbestanden yderligere i de kommende år. Det kan pege på, at ejerlejlighedspriserne foreløbigt har toppet her. Der tegner sig et billede af en blød landing på det københavnske boligmarked, hvor priserne i højere grad er afstemt med husholdningernes indkomster og renteniveauet mv. Det er med til at mindske risikoen for, at uholdbart høje prisstigninger spredt sig til resten af boligmarkedet.

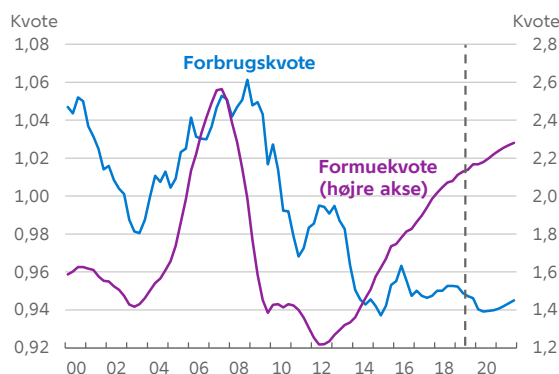
I de kommende år ventes priserne på enfamiliehuse på landsplan at være understøttet af stigende indkomst og lave renter, ligesom aftalen om ny boligbeskatning isoleret set vil løfte priserne på enfamiliehuse frem mod aftalens ikrafttrædelse i 2021. Priserne på enfamiliehuse på landsplan skønnes at stige med 2,4 pct. i år, 3,5 pct. næste år og 3,0 pct. i 2021.

Konverteringer kan øge det private forbrug

Øget beskæftigelse, tiltagende lønstigninger og lave renter har løftet husholdningernes disponible indkomst under opsvinget. Samtidig er husholdningernes formue steget betragteligt, fordi de har været tilbageholdende med at omsætte indkomsten til forbrug, og boligpriserne er steget. Det giver et solidt afsæt for øget forbrug de kommende år.

De meget lave renter gør det fordelagtigt for bolig-ejere med fastforrentede boliglån at konvertere realkreditgæld for at opnå lavere rentebetalinger, og det har mange boligejere gjort i år. Typisk benyttes lejligheden også til at optage merbelåning, og de senere års boligprisstigninger, der har øget bolig-ejernes friværdier, giver god mulighed for det. Merbelåning kan anvendes til at nedbringe anden gæld eller til at øge forbruget. De mange konverteringer kan dermed anspore en pæn vækst i forbruget (eller i boligforbedringer).

Lav forbrugskvotep og høj formuekvotep Figur 9



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Med en forudsætning om fortsat lave renter gennem prognoseperioden, fremgang i beskæftigelsen og pæne reallønsstigninger ventes husholdningernes disponible indkomst at vokse i årene fremover. Tilbagebetalingen af for meget betalt boligskat i 2020 og 2021 vil yderligere løfte indkomsten. Det vil bidrage til øget forbrug, men forbrugskvoten ventes at forblive på et meget lavt niveau gennem prognosen, jf. figur 9.

Erhvervsinvesteringerne ventes at vokse i takt med aktiviteten

I takt med den øgede aktivitet er den ledige produktionskapacitet og lokaleledigheden faldet i Danmark, jf. figur 10. Det har skabt et behov for investeringer i virksomhederne, og de senere år har erhvervene øget investeringernes andel af værditilvæksten for både materiel og bygge- og anlægsinvesteringerne. Virksomhedernes investeringer har således fulgt mønstret fra tidligere opsving.⁷ De øgede erhvervsinvesteringer er sket uden væsentlig gældsopbygning i virksomhederne som helhed.

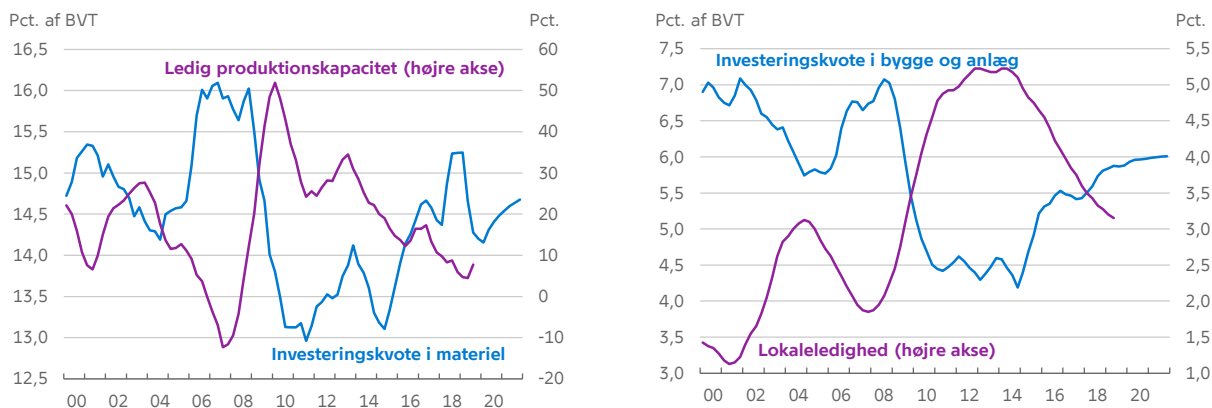
De lave renter og udsigt til øget efterspørgsel giver et godt afsæt for øgede investeringer. Investeringens

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

⁷ Se Sune Malthe-Thagaard, Stor investeringslyst i virksomhederne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, august 2019.

Aftagende ledig kapacitet og stigende investeringskvoter i materiel (venstre) og byggeri (højre)

Figur 10



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit. Investeringskvoten for materiel er ekskl. skibe, fly mv. Ledig produktionskapacitet angiver nettotallet for andelen af virksomheder, der rapporterer mere end tilstrækkelig produktionskapacitet, fratrukket andelen, der rapporterer mindre end tilstrækkelig produktionskapacitet.

Kilde: Danmarks Statistik, Ejendomsstatistikken og egne beregninger.

kvoterne for materiel og byggeri forventes derfor at stige frem mod udgangen af 2021, jf. figur 10.

Svagere udsigter for dansk eksport

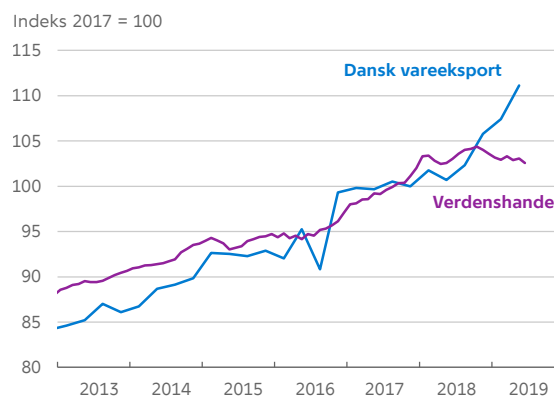
Danske virksomheder har udnyttet det konkurrencemæssigt gunstige udgangspunkt og nydt godt af fremgangen i den globale efterspørgsel siden 2013. Eksporten er steget pænt i både løbende og faste priser de senere år. Udviklingen er fortsat i første halvår af 2019, hvor vareeksporten og især industrieksporten har trodset vækststopbremning og politisk usikkerhed i nogle af de centrale aftagerlande, jf. figur 11. At eksporten er steget pænt, afspejler bl.a. sammensætningen af den danske industrieksport, hvor eksporten af medicinalprodukter og vindmøller udgør en stor andel. Eksporten af medicinalprodukter er generelt ikke så konjunkturfølsom, mens leverancen af vindmølleordrer kan være langvarig og dermed kan afvige fra konjunkturbevægelser på den korte bane.

Fleere internationale organisationer, herunder OECD, IMF og Europa-Kommissionen, skønner dog, at den globale vækst har toppet for denne gang. I de kommende år ventes de danske eksportmarkeder at vokse lidt langsommere end i de foregående år.

Den udenlandske modvind må forventes at smitte af på den danske industrieksport. Omvendt er den effektive kronekurs svækket siden sidste prognose,

Vareeksporten har trodset vækststopbremning i verdenshandlen

Figur 11



Anm.: Verdenshandel og vareeksport er opgjort i mængder. Verdenshandel er 3 måneders glidende gennemsnit. Kilde: Danmarks Statistik og CPB World Trade Monitor.

og det gør på kort sigt de danske eksportvarer billigere på de udenlandske markeder. Med en stærk lønkonkurrenceevne er de danske virksomheder godt rustede til at kunne håndtere vækstnedgangen på eksportmarkederne.

Det seneste års overskud på betalingsbalancen udgjorde 163 mia. kr. i juli, jf. figur 12. Overskuddet

udgøres i særlig grad af et overskud på varebalancen, hvor især overskuddet fra handlen med varer, der ikke krydser danske grænser, er steget de seneste år. Overskuddet fra tjenestebalancen er aftaget gennem en årrække og var omtrent nul i juli mod mere end 50 mia. kr. i sommeren 2015.

Den faldende tjenestebalance er et udtryk for en afdæmpet vækst i tjenesteeksporten de seneste fire år, mens tjenesteimporten er steget i takt med øget aktivitet i økonomien. Det skyldes bl.a., at eksporten af søtransport, der udgør størstedelen af tjenestehandlen, har udviklet sig svagt. Færdiggørelsen af større projekter, herunder større vindmølleparker, i Tyskland og Storbritannien i 2016 har også trukket eksporten af bygge- og anlægstjenester ned. Endvidere bidrager et fald i eksporten af andre forretningstjenester til Tyskland og Storbritannien også til faldet i tjenestebalancen.

I takt med den øgede indenlandske aktivitet og import ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde fra 7 pct. af BNP i år til 6,2 pct. i 2021. Dermed forbliver betalingsbalanceoverskuddet på et højt niveau ved prognosens udgang.

Stort offentligt overskud i år på grund af PAL-skat

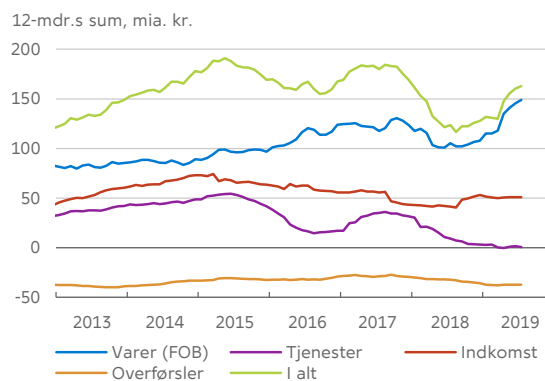
Overskuddet på den offentlige saldo ventes at stige fra 0,6 pct. sidste år til 2,2 pct. i år. Overskuddet løftes hovedsageligt af et større provenu fra pensionsafkastskatten, PAL, i år. De underliggende konjunkturmæssige forhold bidrager kun i et mindre omfang til forbedringen.

Den offentlige saldo er følsom over for større udsving i PAL-provenuet, som med denne prognose er opjusteret med 52 mia. kr. i forhold til marts. Opjusteringen skyldes lavere renter og højere afkast på de finansielle markeder i år. Fraregnes udsving i PAL-skatten samt en række større midlertidige forhold, har den offentlige saldo vist en betydelig mere jævn forbedring under opsvinget, jf. figur 13. De høje provenuer fra PAL-skatten er i betydeligt omfang af midlertidig karakter, og de bør derfor ikke ses som en mulighed for at lempe finanspolitikken. Ser man bort fra PAL-provenuet og øvrige midlertidige forhold, ventes der et underskud på den offentlige saldo på 0,3 pct. af BNP.

I 2020 og 2021 skønnes små underskud på den offentlige saldo. Bidraget fra konjunktursituationen skønnes at forblive omtrent uændret i forhold til 2019, mens tilbagebetalingen af for meget betalt

Betalingsbalancens løbende poster

Figur 12

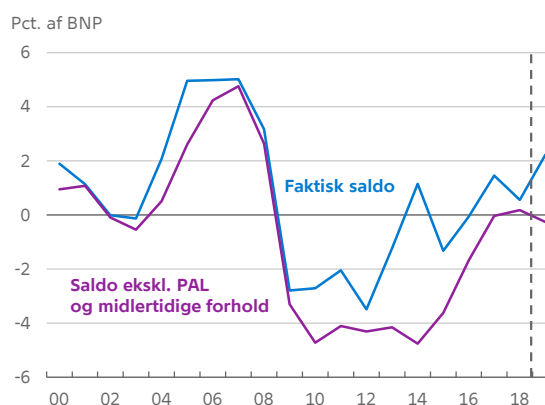


Anm.: Opgjort som 12 måneders glidende sum. Den store stigning i varebalancen i april skyldes, at Mærskts hjemtagning af skibe fra købet af Hamburg Süd i april 2018 falder ud af den løbende 12-månederssum.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

PAL og midlertidige forhold giver store udsving i den offentlige saldo

Figur 13



Anm.: Midlertidige forhold dækker bl.a. over tilbagebetaling af efterlønsbidrag og ekstraordinært store skattebetalinger i forbindelse med omlægning af kapitalpensioner.

Kilde: Danmarks Statistik, Finansministeriet og egne beregninger.

ejendomsskat og færre indtægter fra PAL-skatten forringer den offentlige saldo.

Finansministeriet forventer ifølge *Økonomisk Redegørelse* fra august 2019 et underskud på den strukturelle saldo på 0,1 pct. af BNP i år, balance næste år og et overskud på 0,4 pct. i 2021.

Udenlandske faktorer trækker ned i risikobilledet

Det danske risikobillede præges i udbredt grad af nedadrettede risici fra udlandet. Indenlandske for-

hold trækker op i risikobilledet, men i mindre grad end tidligere.

Risikoen for en svagere global vækst end forudsat er til stede. Det skyldes ikke mindst en mulig eskalering af handelskonflikten mellem USA og Kina, som er taget yderligere til de seneste måneder, hvor de amerikanske og kinesiske administrationer skiftevis har øget tolden på import fra hinanden. Hertil kommer en fortsat usikkerhed omkring omstændighederne i forbindelse med Storbritanniens udtrædelse af EU, brexit, samt muligheden for en kraftigere afmatning end ventet i Kina, der kan dæmpe den globale vækst yderligere.

Skulle handelskonflikten munde ud i en generel bevægelse mod øget protektionisme og mindre regelbaseret internationalt samarbejde, vil det på længere sigt yderligere hæmme den danske samhandel med omverdenen og dermed velstanden.

Omvendt er der også mulighed for, at fremgangen i dansk økonomi kan blive stærkere de kommende år. Husholdningerne og virksomhederne er velpolstrede, og skulle de i større grad end ventet veksle øget indkomst og opsparingen til forbrug og investeringer, kan det skubbe yderligere til dansk økonomi. Sensommerens konverteringsbølge, der var foranlediget af de seneste rentefald, udgør en mulig katalysator, der kan sætte yderligere skub i husholdningernes forbrug. Med store opsparinger har

husholdningerne som helhed dog haft rig mulighed for at øge forbruget yderligere under opsvinget.

I en tid, hvor dansk økonomi i forvejen er i en højkonjunktur, kan en højere forbrugstilbøjelighed medføre en udpræget mangel på arbejdskraft og en overophedning af økonomien. Det vil øge risikoen for et forstærket tilbageslag efterfølgende. Sandsynligheden for dette scenarie er imidlertid blevet mindre med den seneste udvikling på arbejdsmarkedet, hvor presset er lettet en smule, og det internationale risikobillede er mere nedadrettet.

Den aktuelle højkonjunktur er ikke båret af kreditvækst og har indtil videre været balanceret. Dansk økonomi er derfor i udgangspunktet godt rustet mod de aktuelle risici. Det danske arbejdsmarked er indrettet med stor fleksibilitet, hvor virksomhederne relativt hurtigt kan tilpasse produktionen og beskæftigelsen i tilfælde af et tilbageslag, mens husholdningerne er sikrede mod en større nedgang i indkomsten med ledighedsunderstøttelse og har store opsparinger. De indbyggede automatiske stabilisatorer bidrager dermed til at afbøde virkningen af et muligt tilbageslag for både husholdninger og virksomheder. Desuden har Danmark en lav offentlig gæld og en høj udlandsformue. Landet som helhed har derfor rigeligt manøvrerum til at holde hånden under efterspørgslen, i tilfælde af at et meget negativt risikoscenarie materialiserer sig.

Centrale skøn fra prognosen

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2018	2019	2020	2021	2018	2019	
					4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.
BNP	1,5	1,8	1,5	1,5	0,8	0,2	0,8
Privat forbrug ¹	2,2	1,6	2,2	2,1	0,4	0,2	0,4
Offentligt forbrug	0,9	0,8	0,9	0,7	0,5	0,0	0,3
Boliginvesteringer	4,8	3,4	3,4	2,6	0,2	1,8	0,5
Offentlige investeringer	0,1	3,0	-0,2	3,5	1,6	-0,3	2,0
Erhvervsinvesteringer	8,7	-4,2	4,8	3,1	-1,4	2,3	-2,2
Lagerinvesteringer mv. ²	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-1,2
Eksport	0,4	2,5	2,1	2,3	0,9	0,1	3,3
Industrieksport	3,0	7,4	2,6	2,8	4,6	2,2	5,0
Import	3,3	0,1	3,4	3,2	0,0	0,9	-0,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.971	3.011	3.036	3.058	2.986	3.000	3.008
Ledighed, brutto, 1.000 personer	108	104	100	95	105	104	104
Betalingsbalance, pct. af BNP	5,7	7,0	6,6	6,2	7,1	5,6	9,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,6	2,2	-0,3	-0,5	0,0	2,3	2,7
Huspriser ³ , pct. år-år	3,8	2,4	3,5	3,0	3,3	2,3	2,2
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,7	0,8	1,0	1,5	0,7	1,2	0,7
Timeløn ⁴ (industrien), pct. år-år	2,4	2,4	2,8	3,1	2,4	2,3	2,2

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

4. Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

Kilde: Danmarks Statistik og egne skøn.

International baggrund

Den globale økonomi har været præget af en vækstafdæmpning siden 2018. Opbremsningen, der kommer efter flere år med stærk vækst, skyldes især en negativ spiral mellem handel, investeringer og industri forårsaget af øget usikkerhed. Omvendt er fremgangen på arbejdsmarkedene og i servicesektoren stadig intakt.

I de kommende år er hovedscenariet fra de internationale organisationer, at væksten bliver moderat. Udsigterne er imidlertid præget af stor usikkerhed og risiko for et globalt økonomisk tilbageslag, som skyldes en række beslutninger rundt om i verden, bl.a. handelskonflikten og brexit. Det kan hæmme efterspørgslen, da nye investeringer og køb af større forbrugsgoder udskydes. Desuden kan usikkerheden give et abrupt skifte i risikoappetitten og dermed strammere finansielle forhold, særligt i lande med høj gæld. I euroområdet er der en stigende risiko for, at nedgangen i industrien spredt sig til andre dele af økonomien.

Der er dog generelt ikke opbygget væsentlige ubalancer, fx i form af et betydeligt kapacitetspres eller overdreven kreditgivning, blandt de avancerede økonomier under opsvinget. Det reducerer risikoen for, at en eventuel opbremsning i den globale økonomi bliver kraftig.

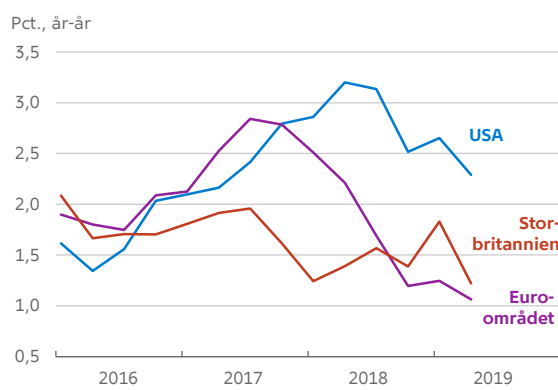
Moderat global vækst med øgede risici

Den globale konjunkturaftdæmpning, som begyndte i 2. halvår 2018, præger fortsat den globale økonomi, jf. figur 14. I USA afspejler den lavere vækst, at der har været en afbøjning i væksten i investeringer og det private forbrug, bl.a. fordi virkningen fra finanspolitiske lempelser er aftaget. Den amerikanske vækst steg i begyndelsen af 2019 midlertidigt som følge af lageropbygning, men er efterfølgende aftaget igennem året.

I euroområdet er den lavere vækst drevet af svagheit i industrien, mens service og byggeri er relativt upåvirket, jf. figur 15. Aktiviteten i den mest jobintensive del af økonomien er således ikke ramt af vækstafdæmpningen. Det afspejler bl.a., at lempelige finansielle vilkår, stærke arbejdsmarkeder, stigende lønvækst og en svagt ekspansiv finanspolitik bidrager til at understøtte den indenlandske efterspørgsel.

BNP-væksten er bøjet af

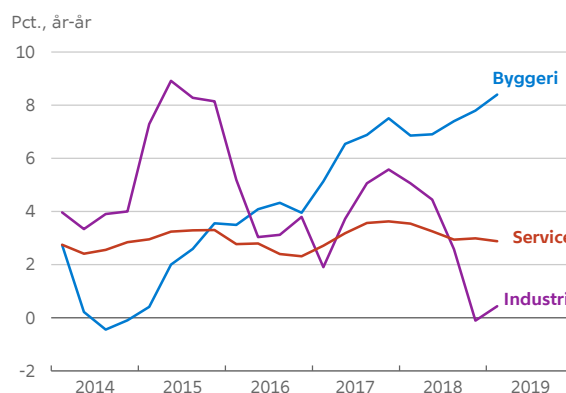
Figur 14



Kilde: Macrobond.

I euroområdet er service og byggeri ikke ramt af afmatningen i industrien

Figur 15



Anm.: Bruttoværditilvækst for euroområdet.

Kilde: Eurostat.

Inden for euroområdet er det særligt i lande med en stor industrisektor, at væksten er bremset op. Det gælder især for Tyskland, hvor faldende eksportmarkedsvækst bidrog til et fald i BNP på 0,1 pct. i 2. kvartal, jf. boks 2. De tyske virksomheders lfo-tillidsindeks peger foreløbigt på, at den svage aktivitet er fortsat ind i 3. kvartal. Derudover holdes væksten i euroområdet nede af en stagnerende italiensk økonomi, der ikke er vokset siden midten af 2018.

I Storbritannien har væksten været svag siden midten af 2017, bl.a. på grund af en markant finanspolitisk konsolidering og usikkerhed relateret til brexit. En relativt høj inflation, som bl.a. skyldes svækkelsen af pundet efter brexitafstemningen, kan desuden have mindsket forbrugernes købekraft og dæmpet fremgangen i det private forbrug. I 2. kvartal 2019 faldt BNP for første gang i næsten syv år. Tilbagegangen afspejler bl.a. store udsving i varelagrene i forbindelse med den oprindelige brexitdeadline i marts og svaghed i erhvervsinvesteringerne.

I Kina er den årlige vækst aftaget til 6,2 pct. i 2. kvartal. Faldet skyldes bl.a. en faldende potentiel vækst, handelskonflikten med USA og regulatoriske stramninger på det finansielle område afledt af udfordringer med høj gæld. Myndighederne har iværksat en række politiktiltag, der skal modgå vækstafdæmpningen. Tiltagene omfatter bl.a. finanspolitiske lempelser, lavere reservekrav i centralbanken og en udlånsfacilitet til bankerne for at styrke kreditgivning til små virksomheder.

Svag udvikling i verdenshandlen

Den svage udvikling i verdenshandlen er fortsat ind i 2019, jf. figur 16. Afmatningen skyldes en negativ spiral mellem handel, investeringer og industri, formentligt primært drevet af handelskonflikten mellem USA og Kina. Det negative samspil opstår, da der er et højt importindhold i investeringer, som især foretages af de eksporterende virksomheder i industrien. Tilbagegang i én af de tre dele af økonomien vil derfor påvirke de øvrige to.

Opbremningen i den globale industriproduktion er tydeligst inden for elektronik- og bilindustrien. I bilindustrien er en del af afdæmpningen relateret til en aftagende global efterspørgsel efter biler, bl.a. fordi Kina sidste år udfasede en skatterabat på bilkøb, der understøttede salget i 2015-17. Et mindre europæisk bilsalg til fx Kina har også negative afledte effekter på handlen inden for euroområdet, da sektoren er kendetegnet ved en høj anvendelse af værdikæder, hvor produktionen opdeles på tværs af lande.

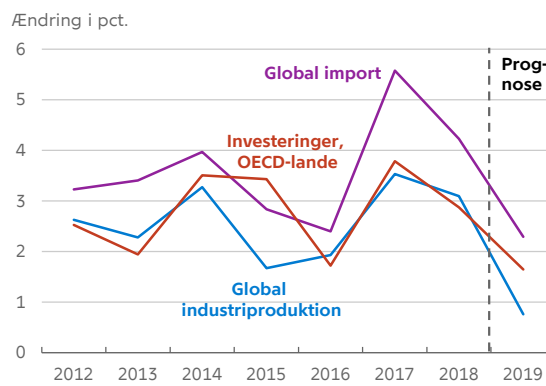
Den globale PMI-indikator for nye eksportordrer er på det seneste faldet til et lavt niveau. Det tyder på, at der er udsigt til en svag verdenshandel over de kommende måneder.

Væksten i det private forbrug er bøjet af

En stærk fremgang i det private forbrug har de seneste år understøttet opsvinget i de avancerede

Negativ spiral mellem global handel, industri og investeringer

Figur 16

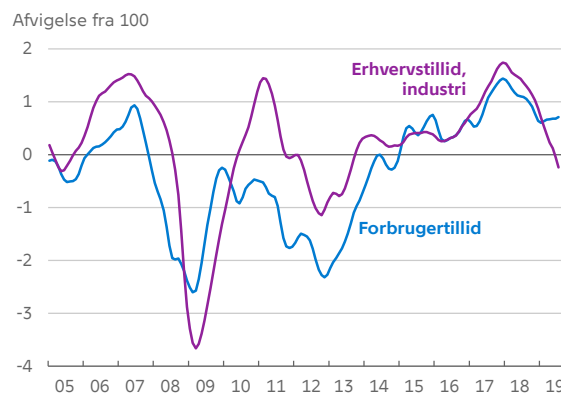


Anm.: Data for væksten i den globale import og investeringerne i OECD-landene for 2019 er fra OECD's majprognose. Væksten i industriproduktionen i 2019 er baseret på data frem til juni.

Kilde: OECD og Macrobond.

Forbrugerne i euroområdet er mere optimistiske end virksomhederne

Figur 17



Anm.: Baseret på tillidsindikatorer fra OECD.

Kilde: Macrobond.

økonomier. Aktuelt ser forbrugerne i euroområdet mere optimistisk på den økonomiske situation end virksomhederne, der i højere grad tynges af afmatningen i den globale handel, jf. figur 17. Det skyldes bl.a. de stærke arbejdsmarkeder med tiltagende lønstigninger, der taler for fortsat vækst i det private forbrug.

Samtidig er der dog sket en opbremsning i købet af varige forbrugsgoder i både USA og euroområdet, jf. figur 18. Det er typisk den mest konjunkturfølsomme

del af det private forbrug og kan være et varsel om et begyndende omslag i økonomien.

Vækstudsigter præget af nedadrettede risici

IMF venter i sin prognose fra juli, at væksten i den globale økonomi falder fra 3,0 pct. i 2018 til 2,7 pct. i år, hvorefter den stiger til 2,9 pct. i 2020, jf. figur 19.

I USA skyldes udsigten til lavere vækst i 2019 bl.a. en aftagende virkning af finanspolitiske lempelser, mens den i euroområdet dækker over en stagnerende italiensk økonomi og en svag udvikling i den tyske industri.

Den forventede fremgang i væksten fra 2019 til 2020 skyldes bl.a. lempelige finansielle betingelser, et gradvist bortfald af midlertidige vækstdæmpende forhold i euroområdet samt en bedring af flere kriseramte økonomier.

I USA er der de kommende år udsigt til en fortsat moderat højkonjunktur, hvor den faktiske produktion overstiger den potentielle, jf. figur 20. Det indikerer, at en vis vækstobremsering er naturlig efter nogle år med stærk fremgang og få ledige ressourcer på arbejdsmarkedet. Det samme gør sig gældende i nogle europæiske lande, herunder Tyskland. I euroområdet som helhed er den faktiske produktion kun lige kommet over det potentielle niveau.

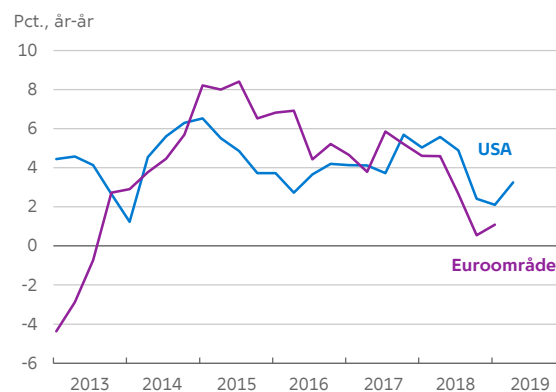
Vækstafmatningen siden 2018 er især drevet af en vigende efterspørgsel som følge af stor usikkerhed. Det ses bl.a. ved, at industrivirksomhederne i euroområdet i stigende grad opfatter manglende efterspørgsel som en produktionsbegrænsning, mens manglen på arbejdskraft er faldet lidt tilbage fra et højt niveau siden midten af 2018.

Som udgangspunkt er der dog ikke behov for en yderligere lempelse af den økonomiske politik ud over det, der allerede er forudsat, for at undgå en ny lavkonjunktur.

Udsigterne for den globale økonomi er dog præget af nedadrettede risici. Det skyldes bl.a., at handelskonflikt, brexit og udfordring af de multilaterale regelbaserede rammer for global handel har skabt betydelig usikkerhed, jf. figur 21. Det kan dæmpe efterspørgslen mere end ventet, hvis virksomheder og husholdninger holder igen med nye investeringer eller køb af større forbrugsgoder. Denne risiko skærpes af, at handelskonflikten er eskaleret i løbet af 2019, jf. boks 3.

Afdæmpet vækst i køb af konjunkturfølsomme varige forbrugsgoder

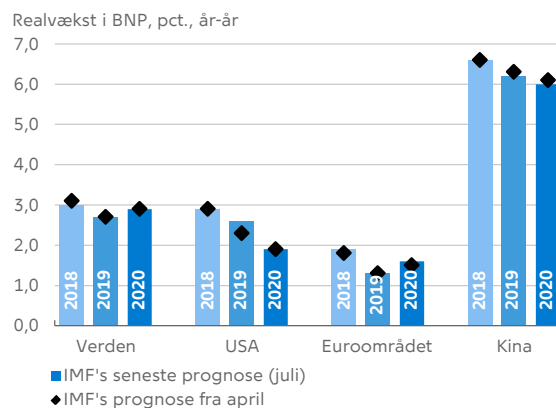
Figur 18



Anm.: Data for euroområdet er udregnet som et gennemsnit af Tyskland, Frankrig, Italien og Spanien.
Kilde: Macrobond.

IMF venter lidt højere global vækst næste år

Figur 19



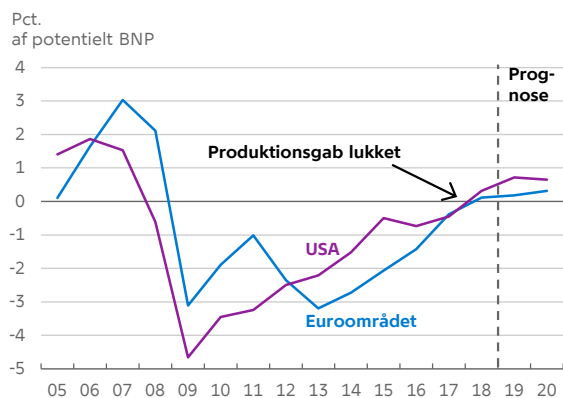
Kilde: IMF.

Derudover kan et abrupt skifte i risikopfattelsen medføre strammere finansielle vilkår med negative afledte effekter på væksten. En kraftigere vækstnedgang end ventet i euroområdet, hvor svagheden i industrien spreder sig til de øvrige dele af økonomien, kan også afspore hovedscenariet.

Siden IMF's prognose er forudsætningen om en bedring af den kriseramte økonomi i Argentina endvidere blevet mere tvivlsom, da valutakursen og aktiepriserne faldt markant efter valget i august. Det

Produktionsgab er lukket i USA og euroområdet

Figur 20



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

Kilde: Europa-Kommissionen, IMF, OECD og egne beregninger.

indebærer en risiko for, at den globale vækst bliver lavere end skønnet.

De nedadrettede risici indebærer, at tidspunktet for den næste lavkonjunktur kan være rykket nærmere. En statistisk analyse peger især på øgede risici i USA, hvor den estimerede risiko for recession er steget til et højt niveau i løbet af de seneste par år, jf. figur 22. En amerikansk recession vil også dæmpe væksten i resten af verdensøkonomien.

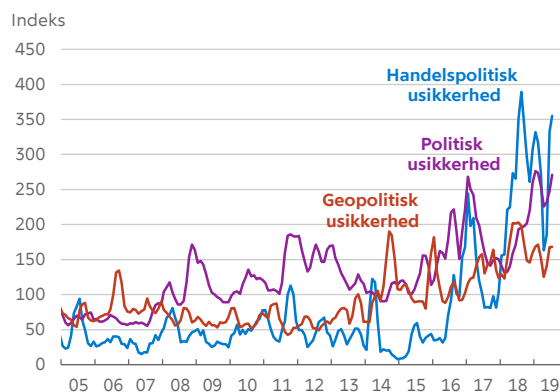
Stærke arbejdsmarkeder

På trods af den globale vækstafmatning er der fortsat stærk fremgang på arbejdsmarkederne. I USA har der været uafbrudt beskæftigelsesfremgang siden november 2010, og beskæftigelsesfrekvensen er nu næsten oppe på niveauet umiddelbart før finanskrisen, jf. figur 23. Ledigheden nåede i løbet af foråret ned på det laveste niveau siden 1969, men er efterfølgende steget marginalt til 3,7 pct. i juli. Den årlige beskæftigelsesvækst er aftaget en smule igennem 2019 og lå i juli på 1,5 pct., bl.a. fordi der er få ledige ressourcer tilbage på arbejdsmarkedet. Knap 40 pct. af de amerikanske virksomheder melder om mangel på arbejdskraft, og den frivillige jobomsætning er nu højere end under højkonjunktoren i midten af 2000'erne.

Presset på arbejdsmarkedet i euroområdet er også taget til, jf. figur 24. Ledigheden faldt til 7,5 pct. i juli, det laveste niveau i 11 år. Der er dog væsent-

Øget usikkerhed tynger væksten

Figur 21

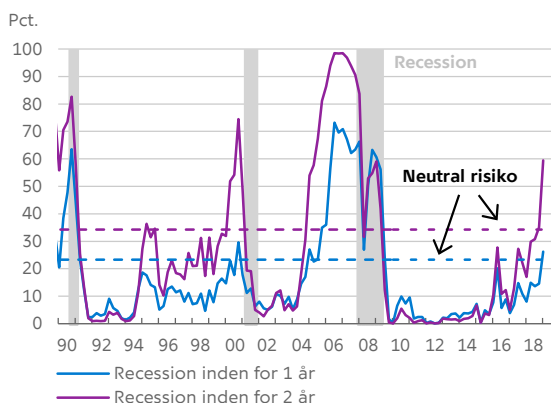


Anm.: Indeks baseret på søgeord i internationale medier. 3 måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Macrobond.

Risikoen for amerikansk recession er steget de seneste par år

Figur 22



Anm.: Metoden til beregning af recessionssandsynligheden er dokumenteret i Rasmus Mose Jensen og Deanie Marie Haugaard, Risikoen for global recession er steget, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, august 2019.

Kilde: Macrobond, National Bureau of Economic Research og egne beregninger.

Tysk økonomi i to hastigheder

Boks 2

Tyskland er aktuelt en økonomi i to hastigheder. Der er fremgang i den indenlandske del af økonomien, bl.a. som følge af et stærkt arbejdsmarked, pæn lønvækst og en lempelig finanspolitik, der skubber på efterspørgslen. Omvendt er der en markant opbremsning i industri og eksport, jf. figur A. BNP-væksten er derfor bremsset markant op siden 2018, og BNP faldt med 0,1 pct. i 2. kvartal 2019. Det underliggende momentum i tysk økonomi var svagt allerede i begyndelsen af 2019, men en række engangsforhold trak midlertidigt væksten op, bl.a. indhentning af udskudte bilkøb, høj byggeaktivitet under den milde vinter og øget eksport til Storbritannien på grund af lageropbygning op til den oprindelige brexitdeadline i marts.

Afmatningen i den tyske industri er bredt funderet og kan primært tilskrives en lavere eksportmarkedsvækst. Det skyldes bl.a., at øget usikkerhed fra handelskonflikten mellem USA og Kina dæmper globale investeringer og handel, hvilket hæmmer en eksportorienteret økonomi som den tyske. Samtidig er der dog tegn på, at tysk økonomi er ramt hårdere end det, som kan forklares ud fra den aftagende globale handelsvækst alene. Fx er industriproduktionen i Tyskland faldet mere end i de øvrige store eurolande. Det afspejler bl.a., at den tyske bilindustri udgør en større del af den samlede industriproduktion end i andre lande, og at aktiviteten i denne branche er faldet kraftigt. I Tyskland står branchen for knap 5 pct. af BVT og ca. en femtedel af eksporten. Svagheden i bilindustrien dækker over en kombination af midlertidige produktionsforstyrrelser og en faldende global efterspørgsel efter biler. Konkret skabte

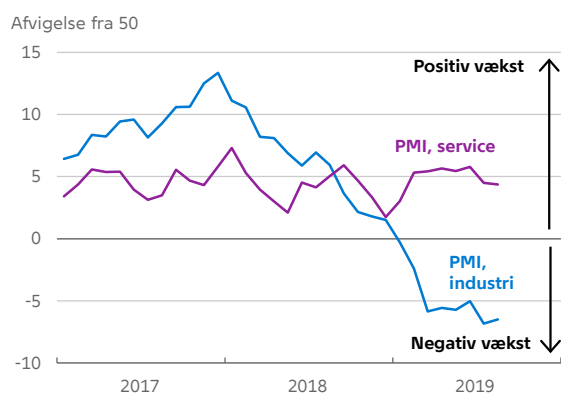
problemer med overgangen til nye EU-emissionsstandarder et betydeligt fald i bilproduktionen i 2. halvår af 2018, jf. figur B. Forstyrrelserne i produktionen blev imidlertid løst ved årsskiftet, hvilket indikerer, at den vedvarende svagheit i bilindustrien er efterspørgselsdrevet. I 2018 faldt det globale bilsalg således for første gang siden finanskrisen, delvist på grund af en vigende efterspørgsel i Kina, hvor en skatterabat på biler blev udfaset sidste år.

I modsætning til industrien er der robust fremgang i den indenlandske servicesektor, der har størstedelen af beskæftigelsen. Der er generelt mangel på arbejdskraft, og ledigheden er kun på 3 pct. af arbejdsstyrken. Beskæftigelsen stiger fortsat, men tempoet er bøjet en smule af siden 2018. Nogle ledende indikatorer peger på en vis opbremsning, fx er antallet af ledige stillinger faldet, og industrien har siden foråret haft negative forventninger til den fremtidige beskæftigelse. Omvendt venter den jobintensive servicesektor stadig stigende beskæftigelse, og anvendelsen af korttidsarbejde er kun steget i et relativt begrænset omfang siden midten af 2018.¹

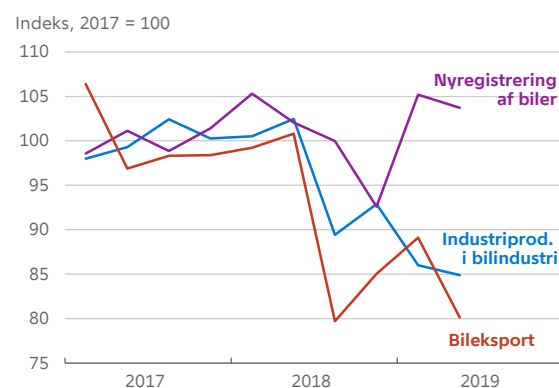
Den tyske centralbank, Bundesbank, meddelte i august, at den venter et mindre fald i BNP i 3. kvartal 2019 og endnu ikke ser tegn på, at nedgangen i industrien er overstået. Hvis vækstafmatningen i industri og eksport varer ved i en længere periode, så skærper det risikoen for, at afmatningen spreder sig til arbejdsmarkedet og den indenlandske del af økonomien.

Vækstafmatningen i Tyskland er drevet af industrien, mens fremgangen i service er intakt

Figur A: Tysk PMI-indeks i industri og service



Figur B: Produktion og eksport i tysk bilindustri



Kilde: Macrobond, Eurostat og Verband der Automobilindustrie.

¹ Ordningen med korttidsansatte giver ansatte, hvis arbejdstid er nedsat på grund af midlertidig mangel på arbejde, ret til en kompensierende ydelse. Formålet er at undgå afskedigelser, og omfanget af ordningen kan således være et varsel om en evt. vending på arbejdsmarkedet.

Handelskonflikten er taget til i 2019

Boks 3

USA's præsident Trump har gjort en reduktion af det amerikanske handelsbalanceunderskud til en politisk prioritet. Fokus er især på USA's bilaterale underskud med udvalgte samhandelspartnere, herunder især Kina. Amerikanerne har derfor ad flere omgange siden 2018 indført straffetold på import fra Kina. De handelspolitiske spændinger er taget yderligere til i løbet af 2019, hvor USA i maj øgede tolden på 200 mia. dollar import fra Kina fra 10 pct. til 25 pct. Kina har bl.a. svaret igen ved at forhøje tolden på 60 mia. dollar import fra USA.

Hen over sommeren var der forsonende toner mellem præsident Trump og præsident Xi i forbindelse med G20-mødet i Japan. Ikke desto mindre annoncerede USA i august, at der introduceres en 10-pct.-told på 112 mia. dollar import fra Kina pr. 1. september, mens told på varer til en værdi af 160 mia. dollar udskydes til d. 15. december, bl.a. for at beskytte forbrugerne mod højere priser op til julehandlen.

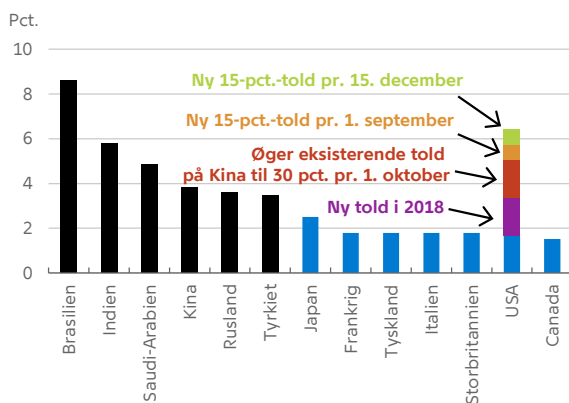
Samtidig har den amerikanske administration meddelt, at den anser svækkelsen af den kinesiske valuta i august som

valutakursmanipulation. I slutningen af august annoncerede det kinesiske finansministerium, at det vil genoptage importtold på amerikanske bilkomponenter, som blev sat på pause i december 2018, samt indføre yderligere straffetold på 75 mia. dollar import fra USA. Det fik præsident Trump til at varsle yderligere toldforhøjelser. Den amerikanske administration påtænker at hæve toldsatsen til 15 pct. i stedet for 10 pct. med effekt pr. 1. september og 15. december. Desuden vil den del af importen på 250 mia. dollar, der tidligere var omfattet af en toldsats på 25 pct., stige til 30 pct. d. 1. oktober. Den seneste eskalering af handelskonflikten indebærer en kraftig stigning i den gennemsnitlige amerikanske toldsats, jf. figur A.

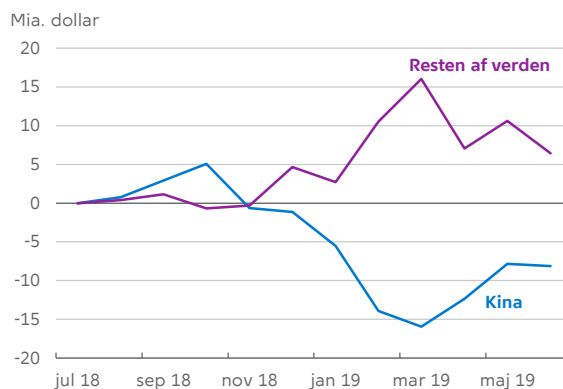
Der er tegn på, at den amerikanske straffetold har forbedret den bilaterale handelsbalance med Kina, men importen fra resten af verden er imidlertid steget tilsvarende, jf. figur B. Straffetold har altså ikke en effekt på det samlede amerikanske handelsunderskud, da de forhøjede toldsats blot medfører et skift i globale handelsmønstre og højere priser på de berørte varer.¹

Højere toldsats fjerner ikke USA's handelsunderskud

Figur A: Toldsats i udvalgte lande



Figur B: Amerikansk import fra Kina og resten af verden



Anm.: Figur A: Gennemsnitlig faktisk toldsats i 2017, handelsvægtet. Vækstøkonomier er angivet med sort farve, mens de avancerede er blå. For USA angiver den lilla, røde, orange og grønne del af søjlen effekten af forskellige tiltag under handelskonflikten. Figur B: Ændring i USA's vareimport siden juli 2018.

Kilde: Figur A: Verdensbanken, Peterson, Macrobond, US Trade Representative og egne beregninger. Figur B: US Census Bureau.

¹ Se Mette Kanstrup Petry, Jens Vedeldal Aurup og Jannick Damgaard, Handelskonflikt forbedrer ikke USA's betalingsbalance, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 18, september 2019, for en diskussion af årsagerne til det amerikanske betalingsbalanceunderskud.

lige forskelle på tværs af lande. Fx er den tyske ledighed ca. 3 pct., mens den i Spanien trods pæn økonomisk vækst er 14 pct. Den årlige beskæftigelsesvækst har været omtrent uændret i løbet af 2019 og lå i 2. kvartal på 1,1 pct., til dels på grund af en stærk fremgang i byggeriet. Industriens beskæftigelsesforventninger er aftaget kraftigt siden 2018 og peger nu på faldende beskæftigelse i denne del af økonomien. Det står i kontrast til den jobintensive servicesektor, hvor der er mere positive forventninger til beskæftigelsen.

Den positive udvikling på arbejdsmarkedet har ført til stigende lønvækst i både USA og euroområdet siden 2017. I USA er lønvæksten nu oppe på niveauet under højkonjunkturen i 2000'erne, mens den stadig er noget lavere i euroområdet, jf. figur 23 og 24.

Lav inflation i USA og euroområdet trods stigende lønvækst

Stigende lønvækst har endnu ikke slået igennem i prisudviklingen, som fortsat er afdæmpet i både USA og euroområdet. Kombineret med den højere lønvækst har det medført en reallønsfremgang, som er med til at understøtte det private forbrug.

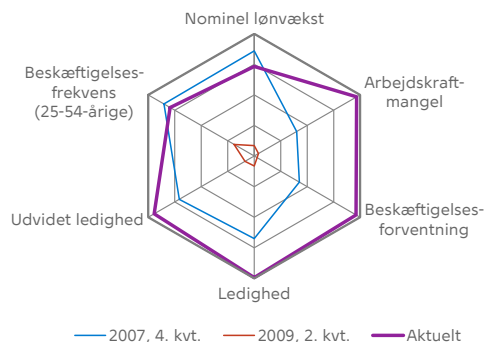
Den årlige stigning i de amerikanske forbrugerpriser, målt ved stigningstakten i privatforbrugsdeflatoren, PCE, var 1,4 pct. i juli, jf. figur 25. Samtidig er kerneinflationen faldet fra 2,0 pct. i slutningen af sidste år til 1,6 pct. i juli. Den amerikanske centralbank Federal Reserve, Fed, forventer i sin juniprognose, at inflationen stiger fra 1,5 pct. i 2019 til 2,0 pct. i 2021.

I euroområdet var den overordnede inflation, målt ved stigningstakten i forbrugerprisindekset, HICP, 1,0 pct. i august. Inflationen var dermed uændret fra juli og blev holdt nede af bl.a. lave energipriser og priser på serviceydelser. Trods stigende lønvækst har kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen rensset for energi, fødevarer, alkohol og tobak, svinget omkring 1 pct. siden 2015 og lå i august på 0,9 pct. Det afdæmpede prispress ses på tværs af sektorer og varegrupper. ECB forventer i sin septemberprognose, at kerneinflationen gradvist stiger til 1,5 pct. i 2021 som følge af stigende lønvækst afledt af et strammere arbejdsmarked.

De markedsbaserede forventninger til inflationen er faldet i både USA og euroområdet. Især i euroområdet er der tale om et kraftigt fald siden årsskiftet, jf. figur 26. De langsigtede markedsbaserede inflations-

Få ledige ressourcer på det amerikanske arbejdsmarked

Figur 23

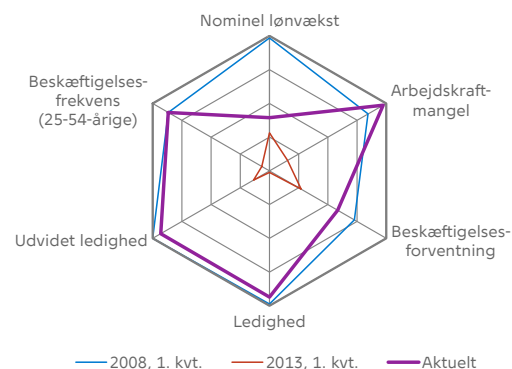


Anm.: Indikatorerne er angivet som fraktile af deres historiske observationer siden 2000. Centrum viser minimum, og den ydre rand viser maksimum. Ledighedsmål er ganget med minus 1. Benchmark er toppunktet før finanskrisen og bunden af den seneste recession. "Aktuelt" henviser til 2. kvartal 2019 eller seneste observation.

Kilde: Macrobond.

Stigende pres på arbejdsmarkedet i euroområdet

Figur 24



Anm.: Indikatorerne er angivet som fraktile af deres historiske observationer siden 2000. Centrum viser minimum, og den ydre rand viser maksimum. Ledighedsmål er ganget med minus 1. Benchmark er toppunktet før finanskrisen og bunden af den seneste recession. "Aktuelt" henviser til 2. kvartal 2019 eller seneste observation.

Kilde: Macrobond.

forventninger ligger nu på ca. 1,3 pct. Faldet ses også i de spørgeskemabaserede inflationsforventninger.

Udviklingen skal bl.a. ses i lyset af, at væksten i euroområdet er aftaget, og at vækstudsigterne er præget af stor usikkerhed. Derudover kan den relativt langstrakte periode med lav inflation have spillet ind på forventningsdannelsen.

Både ECB og Fed har lempet pengepolitikken

Manglende inflationspres og faldende inflationsforventninger har ændret udsigterne for pengepolitikken i både USA og euroområdet.

ECB lempede som ventet pengepolitikken på rentemødet 12. september. ECB nedsatte indlånsrenten med 10 basispoint fra -0,40 pct. til -0,50 pct. I forlængelse af rentenedsættelsen indfører ECB differentierede rentesatser på bankernes reserver med henblik på at understøtte transmissionen af pengepolitikken gennem banksektoren.

Ved samme lejlighed styrkede ECB sin *forward guidance*. Styrelsesrådet forventer nu at fastholde de pengepolitiske renter – eller nedsætte dem yderligere – indtil inflationen ser ud til at konvergere til et niveau, der er tæt på, men under 2 pct., som er ECB's inflationsmål. ECB's formand, Mario Draghi, påpegede på pressemødet, at finanspolitikken bør spille en langt større rolle fremover for at understøtte den økonomiske aktivitet og dermed inflationen.

ECB vil desuden påbegynde nye nettoopkøb af obligationer for 20 mia. euro om måneden fra november 2019. Styrelsesrådet forventer, at nettoopkøbet af obligationer vil fortsætte indtil kort tid før, ECB begynder at forhøje renten. ECB afsluttede sit seneste nettoopkøb af obligationer i december 2018.

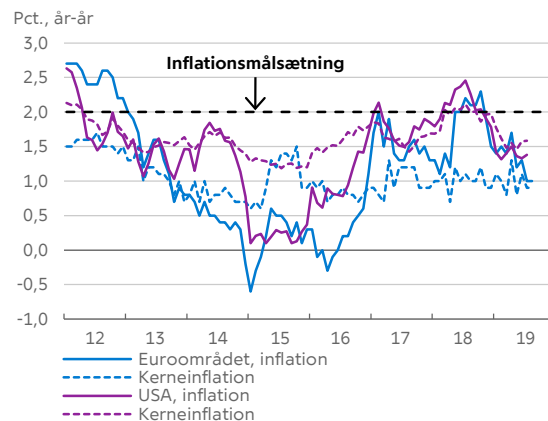
Endvidere lempede ECB vilkårene i de målrettede langsigtede markedsoperationer, TLTRO III, som blev annonceret i marts. TLTRO III skal medvirke til at sikre lempelige finansielle forhold i euroområdet.⁸

Den amerikanske pengepolitiske komité, Federal Open Market Committee, FOMC, reducerede i juli renteintervallet for Fed funds rate med 25 basispoint til 2-2,25 pct., jf. figur 27. Det var den første rentenedsættelse fra Fed siden 2008. Samtidig besluttede FOMC at stoppe reduktionen af Feds balance fra august 2019, jf. boks 4.

Beslutningen om at lempe pengepolitikken var ventet af aktørerne på de finansielle markeder. Formanden for FOMC, Jerome Powell, understregede, at rentenedsættelsen var med henblik på at tilpasse

Inflationen er fortsat lav i USA og euroområdet

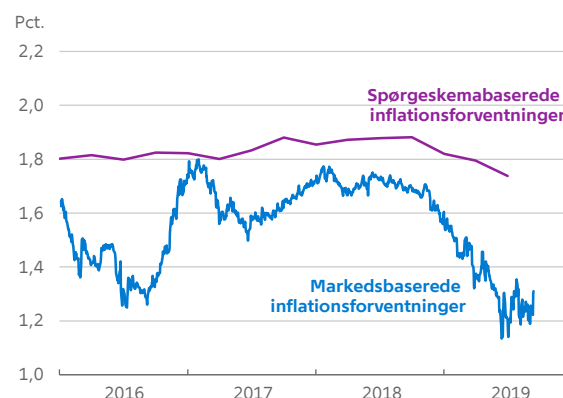
Figur 25



Kilde: Macrobond.

De langsigtede inflationsforventninger er faldet i euroområdet

Figur 26



Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger er baseret på en 5 år-5 år-inflationsswap, mens de spørgeskemabaserede inflationsforventninger er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*.

Kilde: Macrobond og Bloomberg.

⁸ TLTRO III vil bestå af kvartalsvise markedsoperationer fra september 2019 til marts 2021, hvor ECB tilbyder langsigtede lån til kreditinstitutter i euroområdet på attraktive vilkår.

pengepolitikken til konjunktursituationen, men at det ikke var begyndelsen på en række rentenedsættelser fra Fed i den kommende tid. På trods af Powells udtalelser viser prisfastsættelsen af Fed funds futures, at markedsdeltagerne alligevel forventer fire rentenedsættelser a 25 basispoint inden udgangen af 2020. Det afspejler formentlig en forventning om en svagere økonomisk udvikling.

De finansielle markeder er påvirkede af udsigten til lempelig pengepolitik og handelskonflikten

På statsgældsmarkedet har både de europæiske og amerikanske renter fortsat den nedadgående tendens, der startede i efteråret 2018. De lange statsrenter er dog steget i begyndelsen af september, jf. figur 28.

Den tyske 10-årige statsrente har siden marts været negativ og er siden faldet til nye rekordlave niveauer. Usikkerheden knyttet til den globale økonomi og bekymringer om lavere vækst og langvarig lav inflation er med til at presse renterne ned. De lavere renter skal således ses i sammenhæng med den lempeligere pengepolitiske retorik fra både ECB og Fed. Derudover er det meget lave renteniveau, der i dag ses på globalt plan, et resultat af, at den naturlige realrente er faldet siden midten af 90'erne.

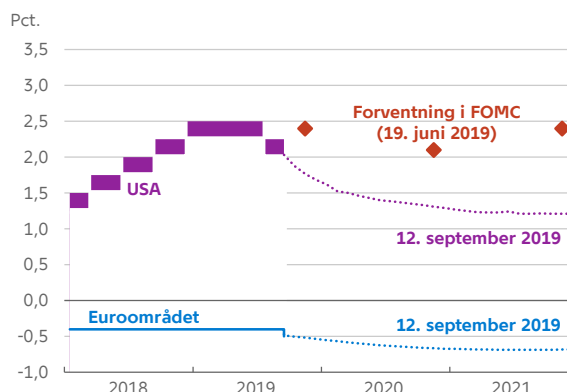
Rentefaldet har medført, at en større og større andel af obligationer handles med en negativ rente, jf. figur 29. I august nåede andelen af obligationer med negativ rente op på ca. 30 pct. af de samlede udestående investment grade-obligationer. Over 40 pct. af disse obligationer består af japanske statsobligationer. Derudover har samtlige tyske statsobligationer haft en negativ rente siden begyndelsen af august. De negative renter ses også for nogle virksomhedsobligationer.

Politisk usikkerhed i Italien har bidraget til stor volatilitet i de italienske statsrenter. Fx førte ny intern politisk uro i den italienske regering til store udsving i statsrenterne i løbet af august. Tidligere på sommeren faldt de italienske statsrenter markant, efter at Europa-Kommissionen besluttede, at der ikke skulle åbnes en underskudsprocedure mod Italien. Siden maj er renten på en italiensk 10-årig statsobligation samlet faldet ca. 150 basispoint. Dermed er spændet til den tyske 10-årige statsrente blevet reduceret væsentligt.

De globale aktiemarkeder er samlet set steget siden årsskiftet, selv om udviklingen i handelskonflikten

Markedet forventer faldende pengepolitiske renter

Figur 27

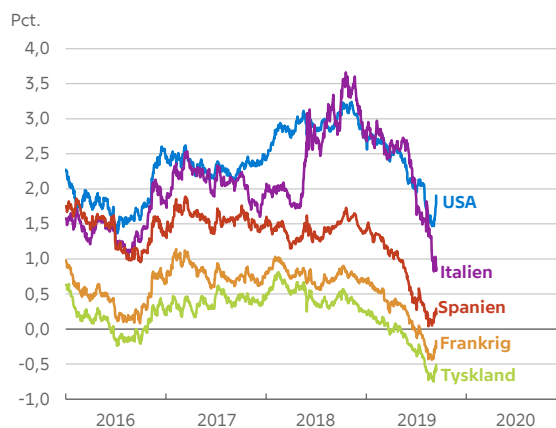


Anm.: For USA er vist intervallet for Fed funds target rate, og for euroområdet er vist ECB's indlånsrente. De prikkede linjer angiver markedsforventninger baseret på futures- og forwardpriser baseret på data efter ECB's rentemøde 12. september 2019.

Kilde: Federal Reserve, Macrobond, Bloomberg og Scanrate Rio.

De 10-årige statsrenter er faldet markant

Figur 28



Anm.: 10-årige statsrenter.

Kilde: Macrobond.

Fed stopper den kvantitative opstramning og fastholder en stor balance

Boks 4

Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Fed, har siden oktober 2017 gennemført kvantitative opstramninger, QT, dvs. Fed har ladet nogle af sine aktiver, primært US Treasuries og mortgage-backed securities, MBS, rulle af balancen, i takt med at de er udløbet. Fed har fra og med august 2019 stoppet QT.

QT var en del af normaliseringen af pengepolitikken, der blev igangsat i december 2015 med den første pengepolitiske rentestigning efter krisen. Der har været tale om gradvis udfasning af reinvesteringen af udløbne aktiver og altså ikke deciderede frasalg. Afslutningen af QT betyder, at Fed fastholder en balance på næsten 4.000 mia. dollar svarende til 19 pct. af BNP, jf. figur A. Til sammenligning udgjorde balancen før krisen ca. 7 pct. af BNP. I euroområdet og Japan udgør balancerne henholdsvis ca. 40 pct. og 100 pct. af BNP.

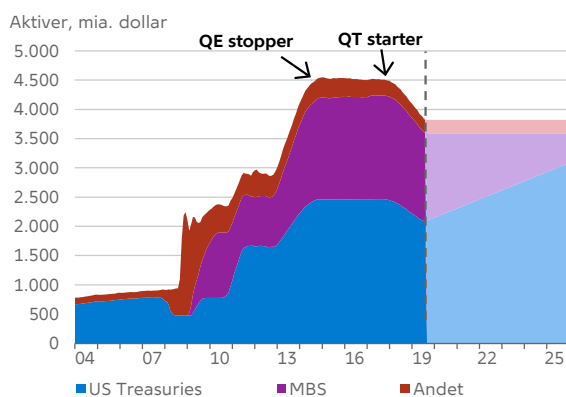
Fed har derfor umiddelbart en del plads til at øge balancen yderligere, hvis det skulle blive nødvendigt.

Som følge af stoppet for QT vil Fed fremadrettet geninvestere alle udløbne Treasuries. For MBS'ernes vedkommende placeres udløb for 20 mia. dollar i Treasuries, mens resten geninvesteres. Som konsekvens af denne strategi reducerer Fed gradvist beholdningen af MBS'er, men øger beholdningen af Treasuries.

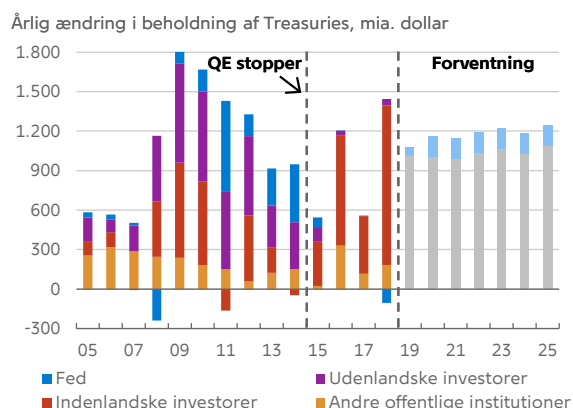
Ifølge det amerikanske budgetkontor, CBO, vil der være underskud på de offentlige finanser i mange år, dvs. der er et betydeligt udstedelsesbehov. Feds opkøb af Treasuries forventes at udgøre ca. 15 pct. af de årlige udstedelser, jf. figur B. Feds omlægning af balancen lægger således et nedadrettet pres på de amerikanske statsrenter.

Fed vil efter afslutningen af QT stadig have en stor balance

Figur A: Fremover investeres udløbne MBS'er i nye Treasuries



Figur B: Fed køber igen Treasuries

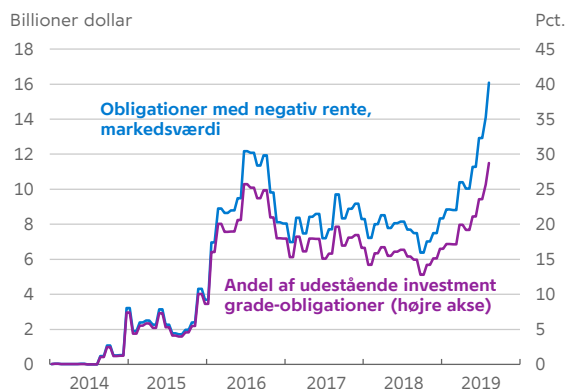


Anm.: Figur A: Figuren indeholder simple fremskrivninger af aktiverens sammensætning. Der antages en konstant størrelse på balancen. Fremskrivningen antager desuden, at gennemsnitligt 13 mia. dollar MBS'er udløber pr. måned og investeres i Treasuries. Kategorien "andet" inkluderer fx lån, guld og udenlandsk valuta. Figur B: Fremskrivningen af USA's udstedelser af Treasuries er baseret på skøn fra USA's Congressional Budget Office.

Kilde: Macrobond, Congressional Budget Office og egne beregninger.

Stigende andel af udestående investment grade-obligationer handles til negativ rente

Figur 29



Kilde: Bloomberg.

mellem USA og Kina i perioder har medført kursfald. Samlet er de ledende amerikanske og europæiske aktieindeks steget væsentligt i år, jf. figur 30. Fremgangen på aktiemarkederne skyldes bl.a. centralbankernes mere lempelige pengepolitiske retorik og højere indtjening i selskaberne end forventet.

På valutamarkedet er den kinesiske og britiske valuta blevet svækket over for dollaren, jf. figur 31. I begyndelsen af august faldt yuan renminbi til et niveau over 7 CNY pr. dollar. Den kinesiske valuta har ikke været så svag over for dollaren siden 2008. Svækkelsen skal ses i sammenhæng med handelskonflikten mellem USA og Kina samt en mere afdæmpet vækst i Kina.

Udviklingen i det britiske pund afspejler stor økonomisk og politisk usikkerhed knyttet til brexit. Storbritannien står ifølge den gældende aftale til at træde ud af EU 31. oktober 2019. På de finansielle markeder spekuleres der i, at risikoen for, at Storbritannien forlader EU uden en aftale, er steget på baggrund af nye signaler fra den britiske regering.

Udsigt til lempeligere pengepolitik har ført til stigende aktiepriser

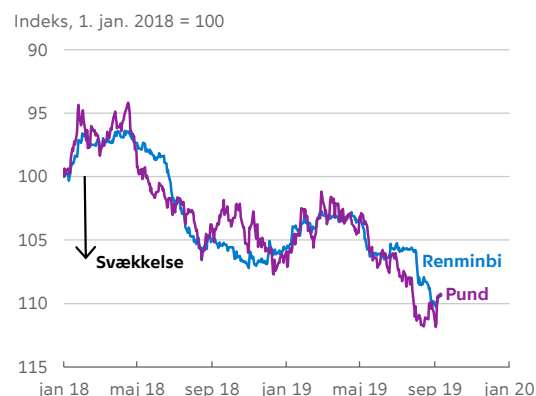
Figur 30



Kilde: Macrobond.

Den britiske og kinesiske valuta er blevet svækket over for dollaren

Figur 31



Anm.: Baseret på kursen/prisen for 1 dollar målt i den gældende valuta.

Kilde: Macrobond.

Bilag: 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 2. kvartal 2019. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 13. september 2019. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive 2,6 pct. i 2019 og henholdsvis 3,1 pct. og 3,2 pct. i 2020 og 2021. Det er svagere end hidtil forudsat, hvilket afspejler de seneste prognoser fra OECD, IMF og Europa-Kommissionen. Nedjusteringen afspejler en opbremsning i verdenshandlen i 2019, drevet af

vækstafmatning og politisk usikkerhed i centrale aftagerlande. Vækstprofilen afspejler de internationale organisationers forventninger om øget importvækst hos vores 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 rentekurven på de finansielle markeder. 3-måneders-pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten ventes gennem hele prognoseperioden at være negativ og falde yderligere fra det nuværende niveau på -0,5 pct.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2018	2019	2020	2021
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,4	2,6	3,1	3,2
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	2,9	2,0	1,7	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,7	2,5	2,7	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,7	0,5	0,4	0,4
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	103,1	103,4	103,4
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,3	6,7	6,8	6,8
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	70,9	63,6	57,8	56,7
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,9	0,8	0,9	0,7
Offentlige investeringer, pct. år-år	0,1	3,0	-0,2	3,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	825	830	832	833

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.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den forudsættes at udgøre 0,3 pct. i 3. kvartal 2019 og herefter stige svagt gennem prognoseperioden til godt 0,4 pct. ved udgangen af 2021.

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

Olieprisen lå omkring 63 dollar pr. tønde ved talgrundlagets afslutning. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, som aftager til knap 57 dollar ved udgangen af 2021.

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, august 2019*, den mellemlistede fremskrivning i *Opdateret 2025-forløb* og økonomiaftalerne med kommunerne og regionerne.

Det reale offentlige forbrug antages i år at stige 0,8 pct., 0,9 pct. i 2020 og 0,7 pct. i 2021. De offentlige investeringer antages at stige 3,0 pct. i år, falde 0,2 pct. i 2020 og stige 3,5 pct. i 2021, jf. tabel A1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret 0,1 procentpoint i år, nedjusteret med 0,2 procentpoint i 2020 og 0,1 procentpoint i 2021. Ændrede forudsætninger påvirker samlet set kun i begrænset omfang BNP-væksten, men dækker over modsatrettede effekter fra eksportmarkedsvækst og renter, jf. tabel A2. De lavere renter er i noget omfang et udslag af øget usikkerhed, hvilket skønnes at opveje noget af den positive effekt fra ændringen i renteutviklingen i 2020 og 2021.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er lidt svagere gennem hele prognoseperioden sammenlignet med seneste prognose. I år afspejler det en lidt svagere prisudvikling end ventet, mens det i 2020 og 2021 afspejler et svagere prispres fra udlandet, og en mere afdæmpet vækst i lønningerne.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Tabel A2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Prognose fra marts 2019	1,7	1,7	1,6	1,2	1,5	1,8
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Andre faktorer	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
Denne prognose	1,8	1,5	1,5	0,8	1,0	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. september 2019



**DANMARKS
NATIONALBANK**