

DANMARKS NATIONALBANK

22. SEPTEMBER 2021 — NR. 24

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — SEPTEMBER 2021

Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur



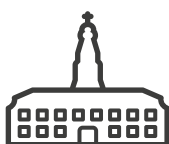
Pres i flere dele af dansk økonomi

Hastig genopretning efter krisen har givet rekrutteringsvanskeligheder for virksomhederne, som også er påvirkede af fortsatte forstyrrelser af globale forsyningskæder. Yderligere produktionsforstyrrelser kan gøre forløbet ud af pandemien ujævnt.



Fortsat højt kapacitetspres i dansk økonomi i de kommende år

Fremgangen ventes at fortsætte i de kommende år, hvor dansk økonomi bevæger sig ind i en moderat højkonjunktur som før pandemien. Det aktuelle pres vurderes som udgangspunkt ikke at udvikle sig til en overophedning.



Regeringen bør være forberedt på at stramme den økonomiske politik

Der er risiko for et selvforstærkende og uholdbart kraftigt opsving med øget gældsætning. Regeringen bør derfor være forberedt på at stramme finanspolitikken mere end planlagt med henblik på at undgå et abrupt konjunkturomslag. Uanset hvad er der behov for tiltag, der styrker robustheden på boligmarkedet.

INDHOLD

- 2 KORT FORTALT
- 3 UDSIGTER OG ØKONOMISK POLITIK
- 7 DANSK ØKONOMI - TENDENSER
- 17 INTERNATIONAL ØKONOMI - TENDENSER
- 27 BILAG: ANTAGELSER OG REVISIONER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Kort fortalt

GLOBAL ØKONOMI

Fremgangen i den globale økonomi er fortsat henover sommeren efter solid BNP-vækst i 2. kvartal i USA og Europa. Der er udsigt til høj vækst i verdensøkonomien, men pres på forsyningskæder lægger for tiden en dæmper på tempoet i verdenshandlen.

DANSK ØKONOMI

Væksten på eksportmarkederne og ophævelse af restriktioner ventes at føre til yderligere vækst i økonomien. Udviklingen kan dog blive præget af skvulp på vejen ud af pandemien. Beskæftigelsen ventes øget yderligere, og økonomien er på vej mod en moderat højkonjunktur.

FORBRUG

Efter genåbningen nærmer forbruget af tjenester sig niveauet før pandemien, og sammensætningen af vare- og tjenesteforbrug er også omtrent som før. Der er ikke tegn på væsentlig yderligere ophobet efterspørgsel fra perioderne med restriktioner i økonomien.

FLASKEHALSE

Fremgangen i dansk økonomi har skabt rekrutteringsvanskeligheder i virksomhederne. Mangel på arbejdskraft skønnes delvist at være midlertidig og afspejle mange samtidige genansættelser efter genåbningen. I sig selv vurderes det ikke at føre til markant højere lønpres.

BOLIGMARKED

Priserne på boligmarkedet er steget kraftigt over det seneste år. Det skyldes bl.a. en øget påskønnelse af bolig blandt husholdningerne. Prisstigningerne skønnes at tage af fremadrettet, men der er fortsat stor usikkerhed om prisudviklingen.

RISIKOSCENARIE

Vejen ud af en pandemi er uprøvet, og forudsætningerne for meget kraftig vækst i efterspørgslen er til stede. Det kan føre til en overophedning, der kan give et abrupt tilbageslag efterfølgende. Omvendt er pandemien ikke ovre endnu, og der kan komme nye tilbageslag.

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2020	2021	2022	2023
BNP (real), pct.	-2,1	3,8	3,1	2,4
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.982	3.040	3.090	3.104
Ledighed, brutto, 1.000 personer	132	110	88	87
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,2	6,8	7,1	7,3
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,6	-0,9	2,1	1,5
Huspriser ¹ , pct. år-år	4,5	11,6	4,6	1,2
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,3	1,5	1,7	1,6
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,2	2,7	3,2	3,1

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Nominelle priser på enfamiliehuse.

2. Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.



Regeringen bør være forberedt på at stramme den økonomiske politik mere end planlagt.

Udsigter og økonomisk politik

Stærk global fremgang med forstyrrelser

I takt med udrulningen af vaccinen mod covid-19 er pandemien efterhånden under kontrol i de fleste udviklede økonomier. Perioder med forøget smitte har i modsætning til før vaccineudrulningen ikke givet anledning til væsentligt flere hospitalsindlæggelser. Det har tilladt en genåbning af mange serviceerhverv i flere lande og givet stor fremgang i den globale økonomi i 2. kvartal.

Fremgangen er fortsat hen over sommeren godt understøttet af betydelige finanspolitiske stimuli, lempelige finansielle forhold og en delvis normalisering af husholdningernes høje opsparingsrater. Disse faktorer vurderes også at være blandt de væsentligste drivkræfter i de kommende år, og IMF venter en global BNP-vækst på 6,0 pct. i år og 4,6 pct. til næste år. Styrken af genopretningen er meget ujævn på tværs af lande, da især vækstøkonomierne har dårligere adgang til vacciner end de avancerede økonomier. I USA bevæger økonomien sig næste år ind i en højkonjunktur, mens konjunktursituationen vil være omtrent neutral i euroområdet.

Skiftetive nedlukninger og ændret adfærd har givet store forskydninger i globale produktions- og efterspørgselsmønstre, hvis eftervirkninger stadig påvirker den globale økonomi. Stor efterspørgsel efter varer har sammen med produktions- og transportforstyrrelser ført til tiltagende pres flere steder i dansk og international økonomi med brud i forsyningskæder, lange leveringstider og højere råvarepriser og fragtrater, se figur 1. Det har givet et markant løft i producentpriserne – og i særligt USA også forbrugerpriserne. I Europa har der endnu kun været begrænset afsmitning på de underliggende forbrugerpriser, men det vil formentlig blive lidt mere udtalt de næste par år, herunder også i Danmark.

Samtidig har genåbningerne efter vaccineringsen af særligt de udviklede landes befolkninger givet anledning til en kraftig genstart af flere serviceerhverv. Det har givet rekrutteringsvanskeligheder og pres på arbejdsmarkedene i mange lande, når mange stillinger skulle besættes på samme tid.

Vejen ud af pandemien kan meget vel indebære yderligere forstyrrelser, der giver flere skvulp i den globale økonomi. I udgangspunktet vurderes det ak-



tuelle pres i særligt dele af industrien og i byggeriet på tværs af økonomierne dog at være forbigående. Presset afspejler i høj grad, at pukler af forsinkede leverancer skal nedbringes fra det seneste halvandet års skiftetive nedlukninger, og at forbrugerne verden over i samme periode har rettet deres efterspørgsel mod varer eller byggeprojekter. Internationale organisationer som bl.a. IMF og OECD forudsætter, at efterspørgselsmønstrene i et vidt omfang nærmer sig konturerne før pandemien, i takt med at pandemien ebber ud, men det vil tage en rum tid at afvikle puklen af forsinkede leverancer. Derfor vil der formentlig være flaskehalse i den globale økonomi et stykke tid endnu – og nok i hvert fald året ud.

Aktiviteten er højere end før pandemien

Herhjemme var aktiviteten allerede i 2. kvartal højere end før pandemien, og indikatorer for forbrug og arbejdsmarked tyder på, at fremgangen er fortsat hen over sommeren. Også beskæftigelsen er nu højere end før pandemien, efter at næsten 85.000 lønmodtagere kom i job fra marts til juli. Det er betydeligt flere end ventet i seneste prognose fra juni. En del af beskæftigelsesfremgangen knytter sig til test- og vaccineindsatsen til at inddæmme pandemien, men

de mange stillingsopslag peger på, at beskæftigelsesfremgangen vil fortsætte, selv om indsatsen nedskales.

Presset på arbejdsmarkedet er taget til

Den meget kraftige stigning i beskæftigelsen i løbet af kort tid har gjort det svært for virksomhederne at finde arbejdskraft, se figur 2. Blandt serviceerhvervene er det især de brancher, der var underlagt restriktioner, og som har haft behov for at genansætte mange folk, der melder om meget stor mangel på arbejdskraft. Det gælder fx hoteller og restauranter. Ansættelse af personale til test og vaccinerings har været med til at forstærke rekrutteringsproblemerne. I industrien og byggeriet, der i et vist omfang konkurrerer med visse dele af serviceerhvervene om at tiltrække arbejdskraft, er rekrutteringsvanskelighederne også taget til efter genåbningen.

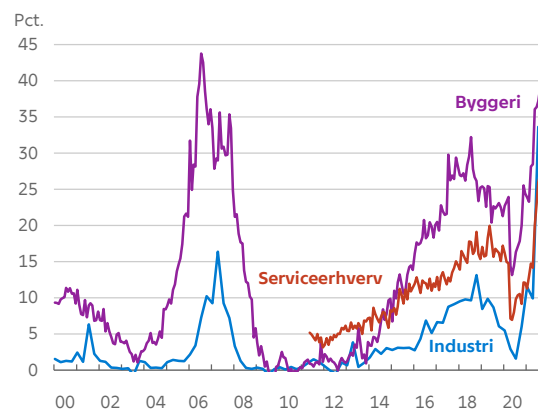
De aktuelt store rekrutteringsudfordringer vurderes i et vist omfang at afspejle de mange genansættelser i kølvandet på genåbningen. Rekrutteringsudfordringerne vil tage lidt af, i takt med at stillinger bliver besat, og at test- og vaccineprogrammet nedskales. Ledigheden er ikke presset i bund, og der er stadig personer uden for arbejdsstyrken, som kan træde til. Tidligere gennemførte reformer bidrager desuden til at øge arbejdsstyrken, bl.a. ved at forøge tilbagetrækningsalderen, ligesom antallet af udenlandske beskæftigede er stigende. Aktiviteten i industrien og byggeriet har været høj under det meste af pandemien, og her vil rekrutteringsvanskelighederne kunne øge løntrykket. Det kan også finde vej til det øvrige arbejdsmarked og give lidt højere lønstigninger.

Tempoet på boligmarkedet er gået ned

Pandemien har også sat sit store præg på boligmarkedet med markante prisstigninger herhjemme som i udlandet. Prisstigningerne skal hovedsageligt ses i sammenhæng med, at mange har øget deres påskønnelse af bolig under pandemien.¹ På det seneste er prisstigningerne dog taget lidt af, og handelsaktiviteten ser også ud til at være aftaget fra et meget højt niveau. Også i de andre nordiske lande ser tempoet ud til at være gået lidt ned.

Virksomhederne melder om rekrutteringsvanskeligheder i alle erhverv efter genåbningen

Figur 2



Anm.: Mangel på arbejdskraft er egen sæsonkorrektur.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Det lavere tempo på boligmarkedet hænger sammen med genåbningen af økonomien og kan afspejle, at meget af den øgede påskønnelse af bolig allerede har fundet vej til priserne. Der er imidlertid fortsat betydelig usikkerhed om udviklingen på boligmarkedet fremover. Prisstigningerne ventes fremadrettet at blive mere afdæmpede, men ikke desto mindre ventes priserne at ligge væsentligt over det ventede forløb inden pandemien ved udgangen af 2023.

Dansk økonomi på vej tilbage i højkonjunktur

Forudsætningerne for yderligere fremgang i dansk økonomi er til stede. Der er fremgang på eksportmarkedene, og udbredelsen af vacciner mindsker frygten for smitte og risikoen for nye nedlukninger, selv om smitten endnu ikke er bragt under kontrol på verdensplan. Økonomien er nu helt fri af restriktioner, og forbrugsmulighederne er stort set som før pandemien.

I takt med at restriktionerne er fjernet, er brugen af danske betalingskort i serviceerhverv forøget, mens det høje varekøb under nedlukningerne er nedbragt.

¹ Se Adrian Michael Bay Schmith, Jesper Pedersen, Simon Juul Hviid og Simon Thinggaard Hetland, Robustheden på boligmarkedet bør styrkes nu, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, juni 2021.

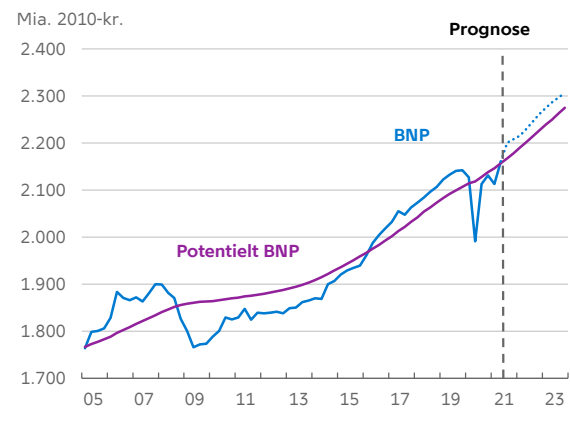
Ser man bort fra rejser, er fordelingen af kortomsætningen mellem varer og tjenester da også omtrent som før pandemien. Det peger på, at genopretningen af danskernes forbrug er på vej til at være tilendebragt, og de samme tegn ses i udlandet.²

Under pandemien er husholdningernes formuer øget betragteligt, og særligt værdien af bolig- og pensionsformuen samt noterede ejerandele er steget. Den type formue er relativt illikvid, og bliver typisk omsat til forbrug over en længere årrække³, og over det seneste årti er forbrugskvoten faldet selv om formuekvoten er steget kraftigt. På den baggrund ventes det private forbrug fremadrettet ikke at få et ekstraordinært skub fra formuestigninger og ophobet efterspørgsel. Forbruget skønnes kun at stige lidt mere end husholdningernes indkomst, og det vender tilbage til omtrent samme leje som i årene inden pandemien målt i forhold til indkomst.

De kommende år ventes fremgangen i økonomien at fortsætte understøttet af lempelige finansielle vilkår og fremgang i udlandet, som medfører tiltagende eksport, privat forbrug og investeringer. Omvendt ventes det offentlige forbrug at trække væksten lidt ned, i takt med at covid-relaterede tiltag reduceres. BNP ventes at stige relativt kraftigt med 3,8 pct. i 2021, 3,1 pct. i 2022 og 2,4 pct. i 2023. Forløbet indebærer, at økonomien allerede til næste år er tilbage i en moderat højkonjunktur, nogenlunde som i perioden op til pandemien, se figur 3. Outputgabet⁴ skønnes at udgøre 1,5 pct. i 2023, hvor aktiviteten i økonomien desuden ventes at være tilbage på det niveau, der var forventet, før pandemien indtraf. Beskæftigelsen ventes at stige med lidt over 40.000 personer fra 3. kvartal 2021 frem mod udgangen af 2023.

Dansk økonomi på vej mod moderat højkonjunktur

Figur 3



Anm.: Det potentielle BNP betegner det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Udviklingen kan meget vel blive præget af skvulp på vejen ud af pandemien, i takt med at pukler af forsinkede leverancer nedbringes. Samtidig udgør mutationer af virus stadig en trussel mod dansk og international økonomi.

Potentiale for udbredt og vedvarende pres

En helt central forudsætning for, at vækstforløbet forbliver balanceret, er, at det aktuelle, høje pres på arbejdsmarkedet er midlertidigt, og at efterspørgslen ikke stiger kraftigt, efterhånden som pandemien ebber ud. Det gælder både herhjemme og globalt. I Danmark giver de store formuer, der er akkumuleret fra stigende aktie- og boligpriser, ufrivillig opsparing

² Dossche mfl., COVID-19 and the increase in household savings: an update, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2021, 2021.

³ Studier på danske data finder en marginal forbrugstilbøjelighed på omkring 4 pct. fra uventede formuestigninger på hhv. bolig- og aktiemarkedet. Se Henrik Yde Andersen og Søren Leth-Petersen, Housing Wealth or Collateral: How home value shocks drive home equity extraction and spending, *Journal of the European Economic Association*, nr. 19, 2021, og Andersen mfl., Dynamic spending responses to wealth shocks: Evidence from Quasi-lotteries on the stock market, *CEBI-working paper*, 2021.

⁴ Forskellen mellem det faktiske og det skønnede potentielle niveau for BNP. Det potentielle BNP betegner det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres.

under nedlukningerne og udbetaling af feriepenge, potentiale for meget kraftig fremgang i det private forbrug. I udlandet, særligt USA, understøtter massive økonomiske stimuli også efterspørgslen.

Hvis det globale opsving i kølvandet på pandemien bliver kraftigt og synkront, kan det give anledning til udbredt mangel på arbejdskraft, meget lav ledighed, meget hyppige jobskift og kraftige lønstigninger. Det kan forplante sig til boligmarkedet og give anledning til et gensidigt selvforstærkende forløb med selvopfyldende forventninger om yderligere stigninger i boligpriser, øget kreditgivning og højere efterspørgsel. Et sådant selvforstærkende forløb kan give et abrupt konjunkturomslag efterfølgende. Det kan blive forstærket, hvis pandemien samtidig forlænger forstyrrelserne i forsyningskæder og skift i forbrugsmønstre, der forværrer flaskehalsene.

Regeringen bør være klar til at stramme finanspolitikken yderligere

Hvis det videre forløb ud af pandemien i de kommende år forløber balanceret som ventet i denne prognoses centrale forløb, er der ikke behov for en større opstramning af finanspolitikken end planlagt. Men med ophævelsen af de sidste foranstaltninger bør den resterende del af den såkaldte krigskasse ikke anvendes på tiltag til at øge efterspørgslen.

Der er som udgangspunkt god plads til, at økonomien kan absorbere et større kapacitetspres i forbindelse med en moderat højkonjunktur. Dansk økonomi har gennem en årrække været kendetegnet ved store opsparingsoverskud, og både husholdninger og virksomheder har samlet set store formuer. Dansk økonomi er grundlæggende sund, og konkurrenceevnen er god, og derfor kan økonomien godt klare en periode med et højere kapacitetspres, selv om det moderat svækker lønkonkurrenceevnen og samtidig reducerer det store overskud på betalingsbalancen.

Vejen ud af pandemien er imidlertid usikker og uprøvet. Og vækstforløbet kan endnu nå at udvikle sig til en overophedning af økonomien. Regeringen bør derfor være forberedt på at stramme den økonomiske politik mere end planlagt med henblik på at dæmpe aktiviteten og undgå et selvforstærkende og uholdbart kraftigt opsving, som bygger op til et efterfølgende abrupt konjunkturomslag. Afskaffelse af BoligJobordningen er et oplagt tiltag, som kan være en del af en større opstramning, da ordningen bidrager til at løfte aktiviteten i en i forvejen travl byggebranche.

Økonomisk politik

Regeringen bør være forberedt på at stramme den økonomiske politik med henblik på at dæmpe kapacitetspres, da vækstforløbet kan blive stærkere og udvikle sig til en overophedning af økonomien.

Med udsigt til at økonomien bevæger sig ind i en moderat højkonjunktur, er det et godt tidspunkt at gennemføre tiltag, der øger produktionskapaciteten yderligere.

Strukturerne omkring boligmarkedet bør forbedres, så de mindsker udsving i boligpriser og tilskyndelsen til at optage gæld.

Tidligere gennemførte reformer og tilgang af udenlandsk arbejdskraft var med til at understøtte, at opsvinget i perioden før pandemien forløb balanceret. Med udsigt til at dansk økonomi bevæger sig ind i en moderat højkonjunktur, er det et godt tidspunkt at gennemføre yderligere tiltag, der øger produktionskapaciteten. Det vil bidrage til et balanceret opsving – også fremover.

Strukturerne på boligmarkedet skal styrkes nu

Som led i at styrke robustheden af dansk økonomi er det aktuelt et godt tidspunkt at gennemføre forbedringer af strukturerne omkring boligmarkedet, der kan forebygge uholdbar risikooptykning i husholdningerne. Først og fremmest er det vigtigt, at den nye, stabiliserende boligbeskatning bliver indført som planlagt fra 2024, da den mindsker udsving i boligpriserne.

Krav om afdrag for låntagere, der har mere end 60 pct. gæld med sikkerhed i boligen, vil mindske sårbarheden og kun have en meget beskeden dæmpende effekt på prisudviklingen. I det lange løb vil det gavne robustheden, at boligejerne har noget at stå imod med, hvis boligpriserne falder. En reduktion af skatteværdien af rentefradraget vil mindske tilskyndelsen til at optage gæld. Tilsammen vil disse tiltag desuden mindske udsving i boligpriserne.

Dansk økonomi – tendenser

Genåbning har medført rekrutteringsvanskeligheder

Aktiviteten kom hurtigt tilbage efter genåbningen i foråret. BNP steg i 2. kvartal 2,3 pct. og var dermed allerede inden sommeren over niveauet inden pandemien. Det har også smittet af på arbejdsmarkedet, hvor lønmodtagerbeskæftigelsen i juli er steget med næsten 85.000 personer siden marts. Særligt i de genåbnede tjenesteerhverv, herunder hoteller, restauranter samt kultur og fritid, er beskæftigelsen steget de seneste måneder. Samlet er lønmodtagerbeskæftigelsen nu lidt over 50.000 personer højere end før udbruddet af pandemien, og den samlede beskæftigelse er dermed tæt på det ventede forløb inden pandemien. Antallet af stillingsannoncer er stadig højt, hvilket tyder på, at fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat siden juni.

Bruttoledigheden er faldet til 109.000 personer i juli og er tæt på niveauet inden pandemien. Siden er de ugentlige tal for registrerede ledige faldet yderligere. Den højere beskæftigelse end før pandemien er især sket ved, at en større andel af unge og ældre er kommet i eller fastholdt i beskæftigelse. Øget beskæftigelse blandt ældre skal ses i sammenhæng

med forhøjelserne af tilbagetrækningsaldrer, som i høj grad bidrager til, at arbejdsstyrken strukturelt vurderes øget med knap 35.000 personer fra 2019 til 2021.

Den hurtige og kraftige stigning i beskæftigelsen har gjort det særligt svært for virksomhederne at finde arbejdskraft, og indikatorerne for mangel på arbejdskraft er nu væsentligt over niveauet inden pandemien, se figur 4. Især i flere serviceerhverv, hvor beskæftigelsen har været meget lav under nedlukningerne, som fx hoteller og restauranter, er mangel på arbejdskraft steget meget kraftigt over de seneste måneder.

Arbejdskraftmanglen i disse serviceerhverv afspejler i nogen grad, at mange virksomheder har skullet ansætte nye medarbejdere på samme tid i forbindelse med genåbningen. I andre serviceerhverv, som fx transport, er manglen på arbejdskraft ikke på samme måde forøget.

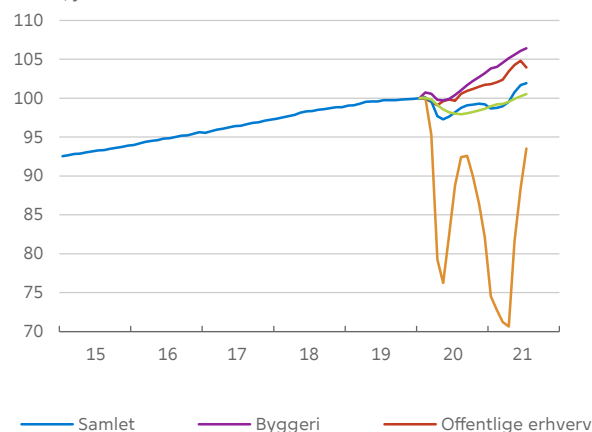
Rekrutteringsudfordringerne forstærkes yderligere af, at tiltag til at inddæmme pandemien, som fx test og vaccination, har lagt beslag på en del arbejds-

Beskæftigelsen er steget kraftigt, og der er rekrutteringsvanskeligheder i de fleste dele af økonomien

Figur 4

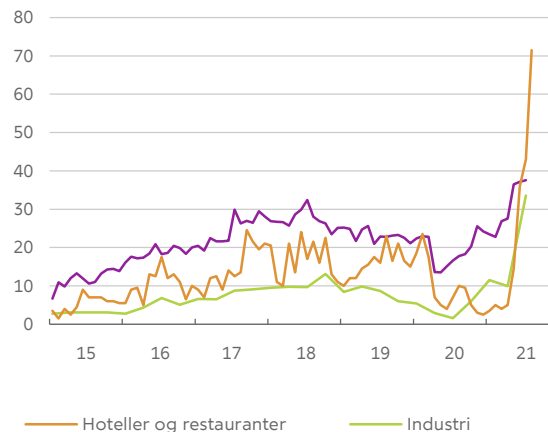
Beskæftigelse

Indeks, januar 2020 = 100



Mangel på arbejdskraft

Pct.



Anm.: Mangel på arbejdskraft er egen sæsonkorrektur. Hoteller og restauranter er ikke sæsonkorregeret.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

kraft.⁵ Dertil kan krav til hygiejne og tæk af vacciner have øget behovet for arbejdskraft i mange erhverv efter genåbningen.

Rekrutteringsvanskelighederne vurderes især i serviceerhverv at tage lidt af, efterhånden som virksomhederne får besat de stillinger, der skal udfyldes efter nedlukningerne. Samtidig frigives der forventeligt arbejdskraft, efterhånden som tiltag til at inddæmme pandemien skales ned til et lavere niveau.⁶

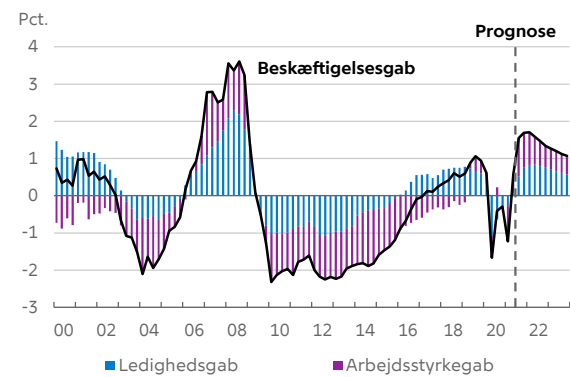
I byggeriet og dele af industrien har arbejdskraftmangel gennem noget tid været udbredt, som følge af at efterspørgslen har været forskudt mod vareproducerende erhverv. I forbindelse med genåbningen er manglen på arbejdskraft taget yderligere til i industrien og byggeriet, hvilket i et vist omfang kan afspejle øget konkurrence om arbejdskraft fra serviceerhverv.

Ordrebøgerne er fyldt i mange industri- og byggevirksomheder, og efterspørgslen efter bolig ventes at forblive høj. Omvendt vil et skift tilbage mod forbrug af tjenester i Danmark og på verdensplan dæmpe noget af aktiviteten i de vareproducerende erhverv. Rekrutteringsvanskeligheder vurderes i disse erhverv at vare ved en rum tid endnu, men vil gradvist vende tilbage til et niveau tæt på eller lidt højere end før pandemien, hvor virksomheder inden for byggeri og industri også meldte om stor mangel på arbejdskraft.

I årene op til pandemien bidrog stigninger i arbejdsstyrken til en balanceret fremgang i beskæftigelsen. Pres på arbejdsmarkedet ventes også fremadrettet at blive afhjulpet af stigninger i arbejdsstyrken som følge af forhøjelser af aldersgrænser for efterløn og folkepension, ligesom seniorpolitikordninger i virksomhederne kan bidrage til at fastholde ældre medarbejdere på arbejdspladsen. Der er samtidig ikke tydelige tegn på, at pandemien hindrer tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Antallet af beskæftigede udenlandske statsborgere var i juli 2021 10.000 højere end umiddelbart inden pandemien. Samlet skønnes den strukturelle arbejdsstyrke

Presset på arbejdsmarkedet ventes at tage af fra 2022

Figur 5



Anm.: Gab angiver forskellen mellem det faktiske og det skønnede potentielle niveau for arbejdsstyrke, beskæftigelse og ledighed. Det potentielle niveau betegner det niveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres.

Kilde: Danmarks Statistik.

at blive udvidet med knap 40.000 personer frem mod udgangen af 2023, og beskæftigelsen ventes at stige lidt over 40.000 personer fra 3. kvartal til udgangen af 2023.

Presset på arbejdsmarkedet skønnes samlet set gradvist at tage af de kommende år, se figur 5. Ledigheden skønnes at ligge lidt under det strukturelle niveau, som det var tilfældet inden pandemien, og hvor det ikke førte til øget lønpres.

Lønstigningerne tager lidt til de kommende år

Øget pres på arbejdsmarkedet afspejles også i lønudviklingen. Lønstigningstakten i den private sektor tog yderligere til i 2. kvartal 2021, hvor den steg til 3,1 pct. år-år, se figur 6. De tiltagende lønstigninger ses på tværs af erhvervene, men særligt i de serviceerhverv, hvor flere restriktioner blev lempet, tog lønstigningstakten et hop op i 2. kvartal. Lønstigningerne er dog fortsat højest i byggeriet, hvor der i nogen tid er blevet rapporteret om rekrutteringsvanskeligheder.

5 Fagbladet 3F fandt i juni 2021, at der mindst var omkring 20.000 personer beskæftiget med coronapodning, se ([link](#)).

6 Alle corona-restriktioner ophørte d. 10. september, mens testkapaciteten gradvist nedskales. Alle hurtigteststeder lukker den 1. oktober.

Lønstigningerne præges fortsat af midlertidige eftervirkninger fra nedlukningen af økonomien i foråret 2020, og de tiltagende lønstigningstakter på tværs af erhvervene er ikke udelukkende et tegn på stort pres på arbejdsmarkedet. I 2020 blev lønforhandlingerne i mange virksomheder skubbet til senere på året. Da lønforhandlingerne i mange virksomheder igen har fundet sted i 2. kvartal i år, indeholder årsstigningstakten en dobbeltregulering af lønnen.⁷ Underliggende har lønstigningerne i den private sektor hidtil været afdæmpede under pandemien.

Lønningerne i fremstillingserhvervene skønnes at vokse med henholdsvis 2,7 pct. i år, 3,2 pct. i 2022 og 3,1 pct. i 2023.⁸ Det er lidt højere end i årene inden pandemien, og lønstigningerne afspejler den generelle fremgang i økonomien og på arbejdsmarkedet.

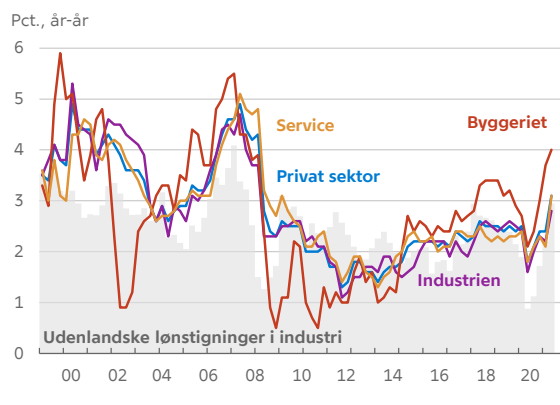
De danske industrilønninger er vokset lidt hurtigere end i udlandet under pandemien, se figur 6. Lønudviklingen var derimod lidt svagere end i udlandet i årene op til pandemien, og samtidig var produktivitetsvæksten stærkere i Danmark. Danske virksomheder står derfor godt rustet i konkurrencen med udenlandske virksomheder⁹, og der er plads til lidt højere lønstigninger i de kommende år. Stiger lønningerne mere end i udlandet, vil det gøre danske varer og tjenester relativt dyrere, hvilket vil dæmpe efterspørgselspresset på dansk økonomi og reducere det meget høje overskud på betalingsbalancen.

Forbrugerprisstigningerne tager til de kommende år

Forbrugerprisstigningerne er taget til siden årsskiftet, og målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, steg priserne med 1,8 pct. år-år i august, se figur 7.¹⁰ Den højere årsstigningstakt skal især ses i lyset af udsvingene i olieprisen over det seneste år, som aktuelt løfter energi- og forbrugerprisstigningerne mærkbart. Derudover understøttes prisstigningerne også af højere afgifter på tobak. Ser

Lønstigningerne er nu højere end inden pandemien

Figur 6

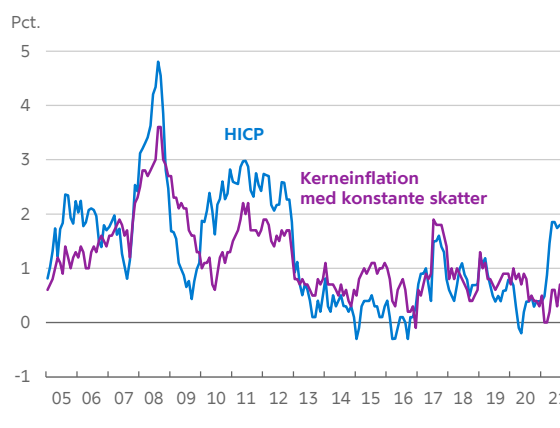


Anm.: Udenlandske lønstigninger i industrien angiver lønstigningerne hos 25 af Danmarks største samhandelspartnere sammenvejet med kronkursvægte.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, Statistikudvalget og egne beregninger.

Afdæmpet underliggende prispres

Figur 7



Anm.: Seneste observation august 2021.

Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.

7 Se Lønomsstigningerne inden for DA-området steg 3,1 procent i 2. kvartal 2021, Dansk Arbejdsgiverforening, *Statistik-Nyt*, august 2021.

8 Fremskrivningen er for lønningerne i fremstillingserhverv fra Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

9 Se Erik Haller Pedersen, Adrian Michael Bay Schmith og Rasmus Rold Sørensen, Globalisering påvirker mål for lønkonkurrenceevne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 27, december 2019.

10 Langt færre priser er imputeret i juli, hvilke reducerer usikkerheden omkring prisudviklingen.

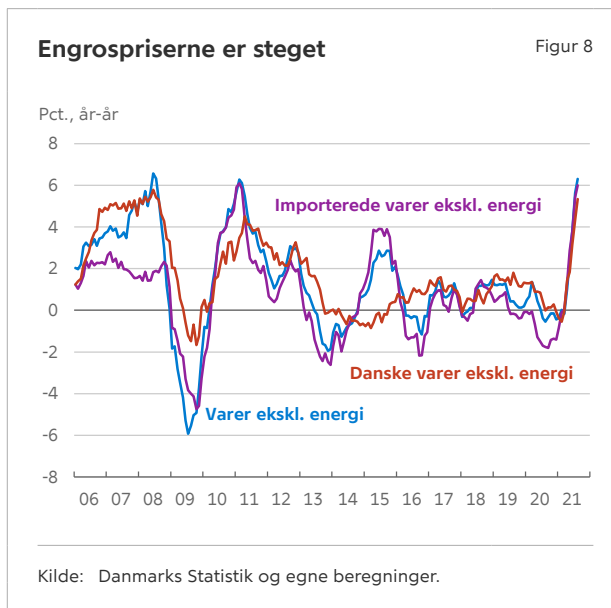
man bort fra afgiftsændringer, energi og uforarbejdede fødevarer, var prisstigningerne 0,7 pct. år-år i juli. Det underliggende prispres er dermed fortsat meget afdæmpet og lavere end umiddelbart inden pandemien.

Stor global vareefterspørgsel har sammen med forstyrrelser af produktions- og forsyningskæder ført til kraftige stigninger i fragtrater, råvare- og inputpriser. Det har givet udslag i øget pres tidligt i priskæden, og producent- og engrospriserne er steget betydeligt siden årsskiftet, se figur 8. Gennemslaget til de underliggende forbrugerpriser i Danmark har indtil videre været begrænset, hvilket også er tilfældet i euroområdet.¹¹ Gennemslaget vil dog typisk komme med en vis forsinkelse og afhænger af virksomhedernes mulighed for og villighed til at lade de stigende produktionsomkostninger gå videre til forbrugerne eller at reducere deres profitmargener.

Presset på producentpriserne skønnes overvejende at være midlertidigt og ventes at ebbe ud, efterhånden som forstyrrelserne på produktions- og forsyningskæderne løser sig, og forbruget i overvejende grad vender tilbage til mønstrene inden pandemien. For mere varige effekter på prisstigningstakten skal presset sætte sig i inflationsforventningerne og løndannelsen. Erfaringsmæssigt har store udsving i råvarepriserne kun påvirket prisstigningerne midlertidigt.¹²

Højere forbrugerprisstigninger i udlandet kan også smitte af på dansk inflation, og inflationen er steget kraftigt i USA.¹³ ECB forventer dog en begrænset effekt på de europæiske priser fra højere amerikansk inflation¹⁴, og historisk set har der ikke været en tæt sammenhæng mellem dansk og amerikansk kerneinflation.

I løbet af 2022 ventes højere producentpriser at løfte forbrugerprisstigningerne midlertidigt. Omvendt vil bidraget fra energiprisstigningerne tage af. Lidt højere lønstigninger vil også øge inflationen, og samlet



skønnes forbrugerprisstigningerne at tiltage fra 1,5 pct. i 2021 til 1,7 pct. i 2022 og 1,6 pct. i 2023.

Forbruget nærmer sig tidligere forbrugsmønstre

Trods det markante tilbageslag i dansk økonomi er husholdningernes indkomst og købekraft steget over det seneste år. Det skyldes bl.a. kompensationsordninger og afdæmpede forbrugerprisstigninger. Husholdningernes forventninger til egen økonomi er da også forblevet høj under pandemien, og den underliggende forbrugslust har været intakt. Restriktioner for at inddæmme pandemien har imidlertid begrænset forbrugernes muligheder. Det har ført til store fald i forbruget over det seneste år og en ufrivillig høj opsparing.¹⁵

Med genåbningen af økonomien begrænses husholdningernes forbrugsmuligheder ikke længere, og omsætningen er steget hurtigt i de tidligere nedlukkede erhverv. Samlet steg det private forbrug 4,3 pct. i 2. kvartal og er nu tæt på niveauet før pande-

11 Se boks 7 fra ECB's Economic bulletin, Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area, august 2021.

12 Se Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Faldende olie og forbrugerpriser, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal 2015.

13 Se International økonomi – tendenser senere i analysen.

14 Se Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament (europa.eu).

15 Se fx Andersen mfl., Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021 og Dossche mfl., COVID-19 and the increase in household savings: an update, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2021.

mien. Omsætningen på danske betalingskort peger i retning af yderligere forbrugsfremgang i 3. kvartal.

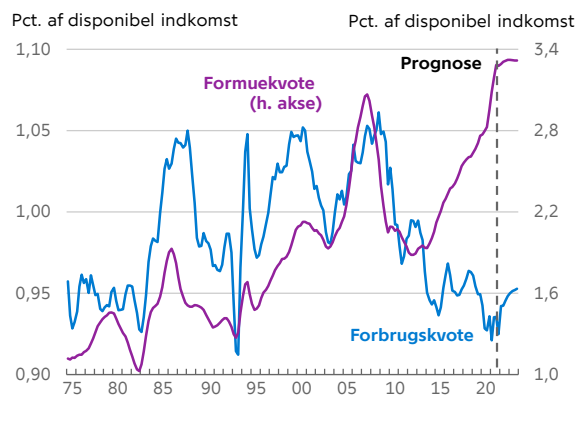
Sammensætningen af forbruget har hen over sommeren nærmet sig samme mønster som i årene inden pandemien, se boks 1. Særligt forbruget af tjenester, som fx restauranter, har været hårdt ramt af restriktioner og frygt for smitte, men er vendt tilbage hen over sommeren. Forbruget af varer har periodvist også været påvirket af nedlukninger, men har generelt holdt et højt niveau under pandemien. Det skyldes bl.a., at forbruget af især varige varer, som fx møbler, i højere grad end tjenester kan udskydes og indhentes senere. Fx er potentialet for at indhente efterslæbet hos frisører begrænset. Dertil har en høj grad af digitalisering og udbredte muligheder for online handel understøttet vareforbruget under nedlukningerne.¹⁶

Under pandemien er husholdningernes formuer steget betydeligt, især som følge af store bolig- og aktieprisstigninger, ufrivillig opsparing samt udbetaling af feriepenge. Formuerne giver et afsæt for husholdningerne til at øge deres forbrug betragteligt. Gennem det seneste opsving har der imidlertid været en afkobling mellem formue- og forbrugskvote, og stigende formuer fra bolig- og aktiemarkedet bliver typisk omsat til forbrug over en længere årrække.¹⁷ Dertil kommer, at størstedelen af formuestigningerne er akkumuleret i relativt illikvide aktiver som bolig, pension og unoterede aktier.

Formuestigningerne forudsættes derfor ikke i væsentligt omfang at blive omsat i øget forbrug på kort sigt, og der er tegn på, at den ophobede efterspørgsel efter varige varer er ved at være indhentet. Derfor ventes det samlede forbrug ikke at få et ekstraordinært skub fra høje formuer og ophobet efterspørgsel fremadrettet, og forbrugssammensætningen skønnes i grove træk at være som før pandemien. Det private forbrug ventes at stige med 3,1 pct. i år, 6,1 pct. næ-

Forbrugskvoten var lav på trods af store formuer i årene før pandemien

Figur 9



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

ste år og 2,1 pct. i 2023. Den kraftige vækst i 2022 skal ses i sammenhæng med, at forbruget var meget lavt i begyndelsen af 2021. Efter at forbruget er kommet tilbage hen over sommeren, skønnes det private forbrug kun at stige lidt hurtigere end husholdningernes disponible indkomst, så forbrugskvoten gradvist vender tilbage til niveauet inden pandemien ved udgangen af prognosen, se figur 9.

Tegn på, at tempoet på boligmarkedet er på vej ned

Boligmarkedet har bevæget sig i høj fart det seneste år. Priserne på enfamiliehuse og ejerlejligheder var i juni således hhv. 12 og 13 pct. højere end året forinden, se figur 10. Udviklingen har været usædvanlig og vurderes i høj grad at være drevet af en øget påskønnelse af bolig blandt husholdningerne afledt af hjemsendelser under pandemien.¹⁸

16 Se Amy Yuan Zhuang, Digitaliserede økonomier har klaret sig bedre gennem pandemien, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 6, august 2021.

17 Studier på danske data finder en marginal forbrugstilbøjelighed på omkring 4 pct. fra uventede formuestigninger på hhv. bolig- og aktiemarkedet. Se Henrik Yde Andersen og Søren Leth-Petersen, Housing Wealth or Collateral: How home value shocks drive home equity extraction and spending, *Journal of the European Economic Association*, nr. 19, 2021, og Andersen mfl., Dynamic spending responses to wealth shocks: Evidence from Quasi-lotteries on the stock market, *CEBI-working paper*, 2021.

18 Se Adrian Michael Bay Schmith, Jesper Pedersen, Simon Juul Hviid og Simon Thinggaard-Hetland, Robustheden på boligmarkedet bør styrkes nu, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, juni 2021.

Der er dog tegn på, at boligmarkedet er på vej ned i tempo, se figur 11. Antallet af handler nærmer sig igen årene inden pandemien, og indikatorer fra Boligsiden peger på en svag prisudvikling i juli og august, når der korrigeres for sæsonudsving.

På trods af det lavere tempo er antallet af boliger til salg dog stadig markant lavere end tidligere år. Liggetiderne er korte, og de nedslag, der gives, er fortsat små, om end de er steget en smule på det seneste. Det indikerer en fortsat stor efterspørgsel, som kan presse priserne op en rum tid endnu.

Der er betydelig usikkerhed om, hvordan drivkræfterne for boligmarkedet udvikler sig fremadrettet. Det knytter sig især til, i hvilket omfang højere påskønnelse af bolig er fuldt afspejlet i priserne, og om den øgede værdi af bolig vil være af midlertidig eller permanent karakter. Konkret er det forudsat, at øget påskønnelse af bolig kun delvist er permanent og endnu ikke er fuldt afspejlet i priserne.¹⁹ I år ventes prisen på enfamiliehuse at stige med 11,6 pct., for derefter at aftage til 4,6 pct. og 1,2 pct. i 2022 og 2023. Det er lidt lavere end skønnet i juniprognosen.

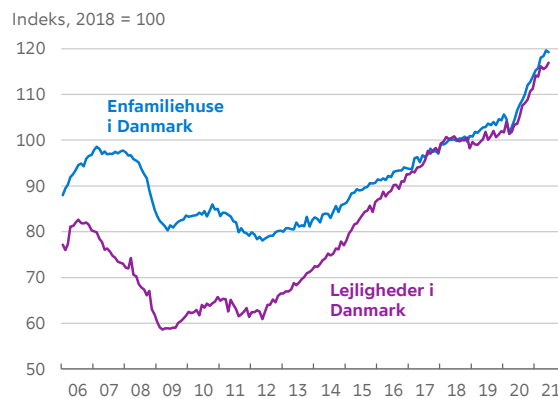
De store boligprisstigninger har sammen med stigende indkomster bidraget til øgede boliginvesteringer hen over det seneste år. Det kommer særligt til udtryk i 2021, hvor boliginvesteringerne ventes at vokse med 14 pct. Det skal også ses i lyset af den midlertidigt udvidede Bolig-Jobordning, der forventes at have fremrykket mange projekter samt renoveringer i den almene boligsektor som følge af Grøn boligaftale. De efterfølgende år forventes derfor også en mere afdæmpet udvikling i boliginvesteringerne.

Udsigt til fortsat investeringsfremgang

Erhvervsinvesteringerne er kommet skånsomt gennem krisen. Det skal bl.a. ses i lyset af den hastige genopretning i efterspørgslen. Erhvervsbyggeriet består af mange større projekter, som typisk færdiggøres, selv om aktiviteten falder, og erhvervsbyggeriet falder ofte med en forsinkelse i forhold til BNP, efterhånden som færre nye projekter sættes i gang. Da efterspørgslen hurtigt er kommet tilbage, er igangsættelser ikke blevet ramt, og erhvervsbyggeriet er forblevet højt under pandemien. Materie-

Markant løft i boligpriserne det seneste år

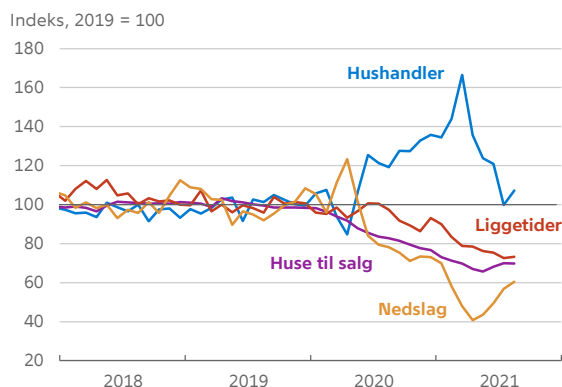
Figur 10



Anm.: Sæsonkorrigerede boligpriser. Egen sæsonkorrektur.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Tegn på, at aktiviteten vender tilbage mod niveauet før pandemien

Figur 11



Anm.: Figuren viser udviklingen for enfamiliehuse. Alle tal er sæsonkorrigeret (egen sæsonkorrektur), undtagen nedslag.
Kilde: Boligsiden og egne beregninger.

¹⁹ Se Adrian Michael Bay Schmith, Jesper Pedersen, Simon Juul Hviid og Simon Thinggaard Hetland, Robustheden på boligmarkedet bør styrkes nu, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, juni 2021.

linvesteringer faldt derimod kraftigt under første og anden nedlukning, men er hurtigt kommet igen begge gange.

Fremgangen i dansk industri har fået fremstillingsvirksomhederne til at rapportere om stigende kapacitetsudnyttelse, og de venter at øge deres investeringer fremadrettet. Med udsigt til øget aktivitet, både herhjemme og på eksportmarkederne, samt stort kapacitetspres ventes erhvervsinvesteringerne at stige de kommende år, se figur 12. Det indebærer, at investeringskvoten stiger lidt de kommende år og forbliver over gennemsnittet siden 1990.

Danske virksomheder står godt rustet til at udnytte fremgangen på eksportmarkederne

Eksporten er steget markant i 1. halvår af 2021, se figur 13. Det dækker imidlertid over betydelige forskelle i vare- og tjenestehandlen. Eksporten af varer har været understøttet af det aktuelle, globale industriopsving og har således bidraget betydeligt til fremgangen. Dele af tjenesteeksporten halter imidlertid fortsat efter. Det er særligt turismen, der ikke er vendt fuldt tilbage denne sommer, samt bygge- og anlægstjenester, der trækker eksporten af tjenester ned.

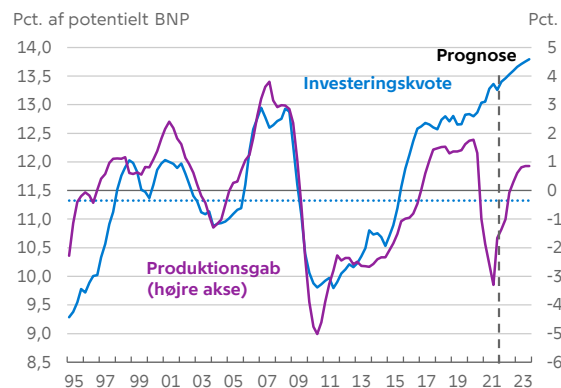
Importen er generelt genoprettet hurtigere og stærkere end eksporten. Særligt vareimporten er steget markant. Det skal ses i lyset af det høje investeringsniveau, men også den stærke forbrugsefterspørgsel og forskydningen mod varer. Fremgangen i importen har trukket overskuddet på betalingsbalancen gradvist ned det seneste år. Overskuddet er dog fortsat 7,7 pct. af BNP i juli (målt som en 12-måneders glidende sum).

Eksportvirksomhedernes ordrebeholdning er høj, og der er udsigt til yderligere fremgang på Danmarks primære eksportmarkeder. Konkurrenceevnen er god, og danske virksomheder har et godt udgangspunkt til at udnytte den nuværende fremgang på eksportmarkederne, selv hvis øget kapacitetspres skulle medføre højere lønstigninger i Danmark end i udlandet.

Internationale organisationer skønner, at vareefterspørgslen tager lidt af, i takt med at der også i udlandet ventes et skift i forbrugsmønstre tilbage

Investeringer stiger, efterhånden som kapacitetspreset øges

Figur 12

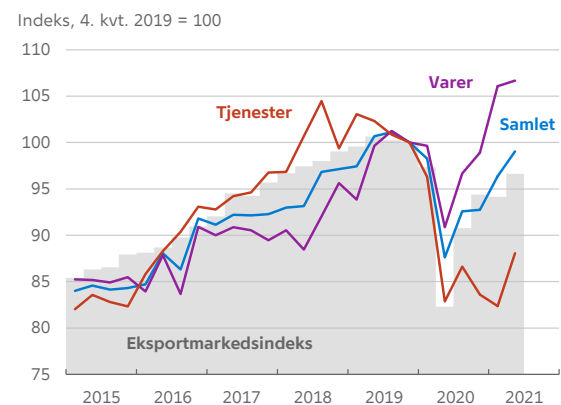


Anm.: Investeringskvoten er erhvervsinvesteringerne over potentielt BNP. Produktionsgabets angiver faktisk BNP's afvigelse fra potentielt BNP, der er det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres. 4 kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Høj vareeksport, mens tjenesteeksporten er underdrejet

Figur 13



Anm.: Eksport opgjort i mængder. Eksportmarkedsindekset dækker over import i mængder af varer og tjenester blandt danske samhandelspartnere. Udviklingen op til 2020 er baseret på OECD's Economic Outlook.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

mod tjenester.²⁰ Derfor ventes stigningen i eksporten at blive mest udtalt for tjenester, mens væksten i vareeksporten afdæmpes. Samlet skønnes eksporten at vokse med 3,5 pct. i år, 8,4 pct. i 2022 og 3,7 pct. i 2023.

I 2021 ventes betalingsbalanceoverskuddet at falde til 6,8 pct. af BNP, i takt med at dansk økonomi bevæger sig mod højkonjunktur. Fortsætter de aktuelt store stigningstakter i fragtrater gennem resten af året, kan det dog bidrage til en stærkere betalingsbalance end ventet. De kommende år forventes overskuddet på betalingsbalancen at vokse gradvist til lidt over 7 pct. af BNP, som følge af højere nettoeksport af turisme og energi samt små forbedringer af bytteforholdet.

Ekspansiv finanspolitik på trods af stramning

Den økonomiske politik er i finanslovsforslaget planlagt efter en betydelig stramning i 2022, som målt ved den etårige finanseffekt dæmper kapacitetspresset i økonomien med 1,9 pct. Det skal hovedsageligt ses i lyset af, at kompensationsordninger og de fleste tiltag til at understøtte efterspørgslen og inddæmme pandemien udløber i løbet af 2021. Ser man bort fra kompensationsordningerne og andre midlertidige tiltag, dæmpes aktiviteten i økonomien med 0,2 pct. i 2022 af den økonomiske politik. I 2022 udgør regeringens "krigskasse" 4 mia. kr., og hvis den ikke udmøntes, vil det dæmpe aktiviteten yderligere.

På trods af stramningen af finanspolitikken er der dog stadig udsigt til, at den økonomiske politik samlet er ekspansiv i 2022. Den flerårige finanseffekt, der tager højde for eftervirkninger fra fx udbetaling af feriepenge, er positiv. Samtidig forbliver den offentlige beskæftigelse høj i 2022, og der budgetteres med et underskud på den strukturelle saldo på 0,2 pct., som er en forværring i forhold til årene inden pandemien.

Opstramningen af finanspolitikken bidrager sammen med udsigten til højere skattebetalinger som følge af fremgang i dansk økonomi til en markant forbedring af den faktiske saldo. I 2022 skønnes et overskud på den offentlige saldo på 2,1 pct. af BNP efter et underskud på 0,9 pct. i 2021. I 2023 skønnes et overskud på 1,5 pct. af BNP.

Fortsat stor usikkerhed forbundet med pandemien

I de lande, hvor vaccinationen af befolkningen er udbredt, har perioder med stigende smitte ikke ført til en betydelig stigning i hospitalsindlæggelser. Pandemien er imidlertid ikke ovre endnu, og mutationer af virus udgør en trussel mod dansk og international økonomi. Mutationer er især en risiko, så længe en stor del af verdens befolkning ikke er vaccineret, og samtidig er det endnu uvist, hvor længe vaccinerne er effektive mod virus.

Risikoen for nye, store nedlukninger er ikke desto mindre mindsket med vaccineudrulningen, og en stor omstillingsevne i husholdninger og virksomheder kan afbøde store aktivitetsfald, hvis dele af økonomien på ny skulle blive ramt af restriktioner eller frygt for smitte. Omstillinger i forbrugs- og produktionsmønstre kan i stedet skubbe til nogle af de eksisterende kapacitetsudfordringer på arbejdsmarkedet, i globale forsyningskæder og på boligmarkedet.

Flaskehalse i økonomien kan også blive forstærket af, at husholdninger har akkumuleret store formuer som følge af udbetalinger af indefrosne feriepenge, ufrivillig opsparing under nedlukningerne og en stor stigning i friværdier på boligmarkedet samt andre aktiver, der kan udløse yderligere efterspørgsel. Det udgør især en risiko omkring boligmarkedet, hvor øget belåning af friværdierne kan føre til en uholdbar gældsopbygning, der efterfølgende skal nedbringes med meget svag privat efterspørgsel til følge, sådan som det skete efter finanskrisen.

²⁰ Se bl.a. World Economic Outlook (interim) fra IMF, juli 2021.

Forbruget er på vej tilbage – udsigt til, at forbrug og indkomster følges ad

Boks 1

Studier viser, at efterspørgselsdrevne genopretninger i stil med forløbet den seneste tid er forskelligartede på tværs af forbrugstyper.¹ For varige forbrugsgoder vil der ofte være en ophobet efterspørgsel, som betyder, at udskudt forbrug indhentes under genopretningen. I en periode må forbruget af disse varer derfor forventes at ligge betydeligt over sit sædvanlige niveau. For tjenesteydelser peger litteraturen imidlertid ikke på, at forbrug i samme grad ophobes og indhentes. Det peger i retning af, at man ikke kan forvente højere tjenesteforbrug over en længere periode i løbet af genopretningen.

Netop den udvikling genfindes i danskernes brug af betalingskort siden genåbningen i foråret. Forbruget af varige forbrugsgoder har således været større end sædvanligt efter genåbningerne, men er gradvist faldet efter genåbningen af serviceerhverv, se figur A. Dele af forbruget af varige forbrugsgoder, som fx bilkøb, afregnes ikke altid med betalingskort. Der synes dog ikke at være en stor ophobet efterspørgsel efter biler. En simpel beregning tilsiger, at der i juli udestår bilkøb svarende til ca. et kvartals handler på trods af nedlukning og leveringsproblemer i bilbranchen.²

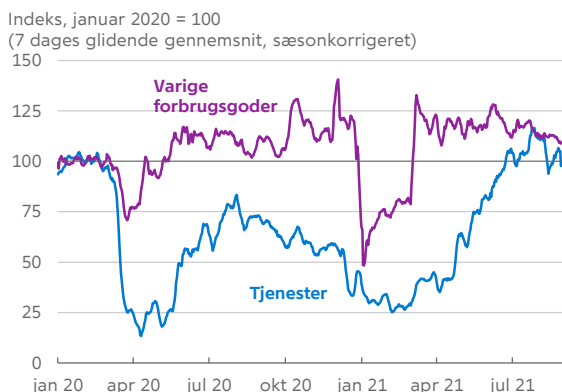
Forbruget af tjenesteydelser er til gengæld samlet set steget mere gradvist. Tjenesteforbruget er nu omtrent tilbage på niveauet før pandemien, men det dækker over underliggende forskydninger. Brugen af danske betalingskort til rejserelaterede aktiviteter ligger således ca. 25 pct. under niveauet før pandemien, mens det modsatte er gældende for forbrug hos restauranter, barer og hoteller. Der er dog

tegn på, at rejseinteressen fortsat er til stede,³ og sammensætningen af tjenesteforbruget ventes således gradvist normaliseret, i takt med at rejserestriktioner ophører.

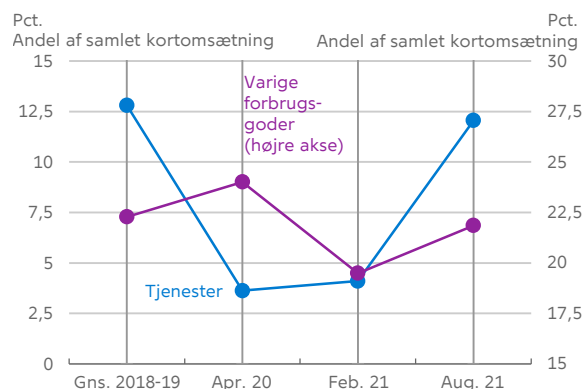
Omsætningen på danske betalingskort ved udgangen af august viser, at forbrugsandelene af tjenester og varige forbrugsgoder nu er tæt på sammensætningen før pandemiens udbrud, se figur B. Det indikerer, at genopretningen af danskernes forbrug samlet set nærmer sig at være afsluttet. Det står i kontrast til fx USA, hvor tjenesteforbruget omtrent er tilbage på sit niveau før pandemien, men hvor andelen stadig er lav som følge af et højt vareforbrug. Samtidig viser forbrugertilliden herhjemme, at husholdningernes appetit på varige forbrugsgoder er på vej ned. Det samme billede tegner sig for planer af køb af ny bil, der blot ligger en smule over niveauet før pandemien. Der er således ikke tydelige tegn på, at fx bilkøbene bliver flere end sædvanligt, selv hvis leveringsproblemerne er mindre, og det undertrykte forbrug er indhentet.

Udviklingen i danskernes forbrug de seneste måneder – både i niveau og sammensætning – peger på, at ophobet efterspørgsel efter forbrugsgoder kan være tilendebragt henover 2. halvår af 2021. Der er derfor i udgangspunktet ikke tegn på en større forbrugskorrektion det kommende år. Grundlæggende er strukturerne i økonomien ikke ændret markant på bagkanten af pandemien,⁴ og det indikerer, at det fremadrettede forløb ikke skal være markant anderledes fra årene op til pandemien, når tilpasningen er bragt til ende.

Figur A
Ophobet efterspørgsel efter varige forbrugsgoder nærmer sig at være indhentet



Figur B
Forbrugsandele normaliseres



1. Se fx M. Beraja and C. Wolf, Demand Composition and the Strength of Recoveries, Massachusetts Institute of Technology, mimeo, 2021, og Mankiw, N.G., 1982, Hall's Consumption Hypothesis and Durable Goods, *Journal of Monetary Economics* (10), s. 417-425, 2021.
2. Siden pandemiens udbrud har der akkumuleret været 50.000 færre registreringer, end forløbende for 2017-2019 tilsiger. I samme periode har der i gennemsnit været 200.000 nye registreringer af personbiler til husholdningerne.
3. Fx er søgninger på Momondo.dk efter flyrejser tæt på niveauet før pandemien.
4. Se fx Barrett mfl., After-Effects of the COVID-19 Pandemic: Prospects for Medium-Term Economic Damage, *IMF Working Paper*, juli 2021, der finder begrænsede scaring-effekter for højt udviklede økonomier.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2020	2021	2022	2023	2020	2021	
					4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	-2,1	3,8	3,1	2,4	0,9	-0,9	2,3
Privat forbrug ¹	-1,3	3,1	6,1	2,1	1,0	-5,1	4,3
Offentligt forbrug	-1,7	4,7	-1,8	0,9	6,2	-1,8	2,5
Boliginvesteringer	10,1	14,0	0,1	-1,8	5,4	5,5	3,0
Offentlige investeringer	9,8	3,9	-1,6	17,4	17,5	-13,4	7,2
Erhvervsinvesteringer	2,1	4,6	3,9	3,7	8,3	-5,0	3,1
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,5	-1,3	0,4
Eksport	-7,0	3,5	8,4	3,7	0,0	3,8	-2,5
Industrieksport	-0,9	9,7	0,7	3,4	2,2	6,7	1,2
Import	-4,1	3,7	8,8	3,9	4,9	-4,0	0,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.982	3.040	3.090	3.104	2.996	2.978	3.035
Ledighed, brutto, 1.000 personer	132	110	88	87	129	128	117
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,2	6,8	7,1	7,3	5,7	7,4	7,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	-0,6	-0,9	2,1	1,5	-1,3	-0,6	-1,5
Huspriser ³ , pct. år-år	4,5	11,6	4,6	1,2	8,4	12,1	13,3
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,3	1,5	1,7	1,6	0,4	0,6	1,7
Timeløn ⁴ (industrien), pct. år-år	2,2	2,7	3,2	3,1	1,9	2,1	2,7

Kilde: Danmarks statistik og egne beregninger.

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

4. Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

International økonomi – tendenser

Genopretningen fortsætter efter lempelser af restriktioner og øget vaccineudrulning

Fremgangen i den globale økonomi er fortsat hen over sommeren, hvor erhvervstilliden, målt ved PMI-indekset, peger på solid vækst frem til august, om end i et noget langsommere tempo end tidligere på året, se figur 14. Det er bl.a. fremskridt med vaccineudrulning i de avancerede økonomier, betydelige finanspolitiske stimuli, lempelige finansielle forhold og en delvis normalisering af husholdningernes høje opsparingsrater, som understøtter verdensøkonomien. Afdæmpningen af erhvervstilliden siden maj tyder på en opbremsning i hastigheden af den globale genopretning efter nogle måneder med kraftig fremgang. Det er i nogen grad naturligt, da aktiviteten er ved at normalisere sig i flere lande. Derudover har smitteudbrud hæmmet aktiviteten i Asien i løbet af august.

Pandemiens forløb er stadig en central faktor for den globale økonomiske genopretning. Ny smitteopblussen drevet af den mere smitsomme delta-variant og ujævn adgang til vacciner giver i stigende grad anledning til forskellige vækstforløb på tværs af lande. Det er især nogle af vækstøkonomierne, som nu hæmmes af virusudbruddet, mens adgangen til vacciner har holdt pandemien under bedre kontrol i de avancerede økonomier.

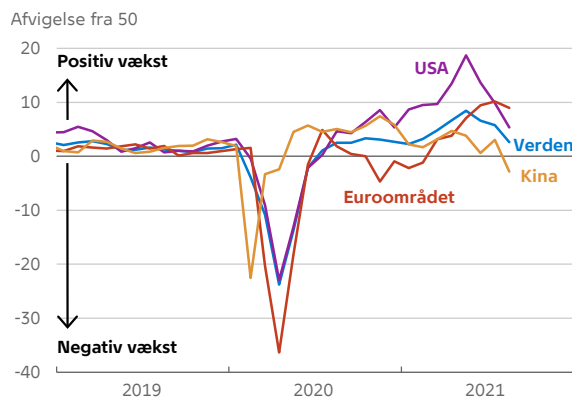
Flere dele af verdensøkonomien præges aktuelt af udbudsbegrænsninger som følge af ændrede efterspørgselsmønstre og logistiske flaskehalse. Et øget køb af varige forbrugsgoder, stærk fremgang i industrien og produktionsforstyrrelser har skabt et pres på globale forsyningskæder og mangel på flere materialer. I flere lande er der desuden stor mangel på arbejdskraft, selv om beskæftigelsen stadig er et stykke fra udgangspunktet før pandemien. De kraftige prisstigninger på biler og pandemirammede tjenester, som står bag den høje inflation i USA siden foråret, er til dels også knyttet til ubalancer mellem udbud og efterspørgsel. I udgangspunktet ventes flere af udbudsbegrænsningerne at aftage, når kapacitet og forbrugsmønstre atter tilpasser sig.

Solid global BNP-vækst i 2. kvartal 2021

Genopretningen i euroområdet har været langsommere end i USA det seneste år, bl.a. pga. en senere udrulning af vacciner. I 2. kvartal var BNP i euroområ-

Erhvervstillid peger på langsommere fremgang hen over sommeren

Figur 14



Anm.: PMI-indeks for hele økonomien.
Kilde: Macrobond.

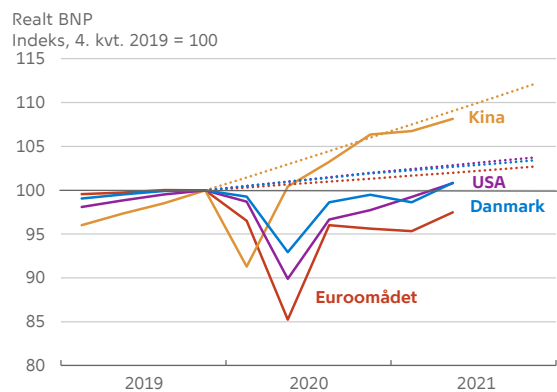
det stadig godt 2 pct. under niveauet før pandemien, også selv om aktiviteten kom stærkt tilbage efter nedlukninger tidligere på året, se figur 15. Det var især genåbningen af store dele af europæisk økonomi, som gav anledning til fremgang i servicesektoren og det private forbrug. Blandt de store eurolande adskiller Spanien sig ved, at BNP var næsten 7 pct. lavere i 2. kvartal end før pandemien, bl.a. fordi turisme, som har været hårdt ramt af restriktioner, udgør en stor del af økonomien. I Tyskland var der markant vækst i de indenlandske dele af økonomien i 2. kvartal, men produktionen faldt i industrien, hvor forsyningsproblemer forhindrede virksomhederne i at udnytte pæne ordrebøger. Samlet set steg tysk BNP til et niveau, som var ca. 3 pct. lavere end før virusudbruddet.

I USA fortsatte den solide vækst i 2. kvartal 2021, hvor BNP-niveauet var ca. 1 pct. højere end før virusudbruddet. Det var bl.a. kraftig fremgang i det private forbrug understøttet af nye kontantudbetalinger til husholdningerne i foråret, som bidrog til BNP-væksten.

I Kina har økonomien mere end indhentet det tabte BNP fra nedlukningen og var allerede ved udgangen af 2020 tilbage på væksttrenden fra før pandemien, bl.a. som følge af solid fremgang i eksport og inve-

Styrket genopretning af global økonomi i 2. kvartal 2021

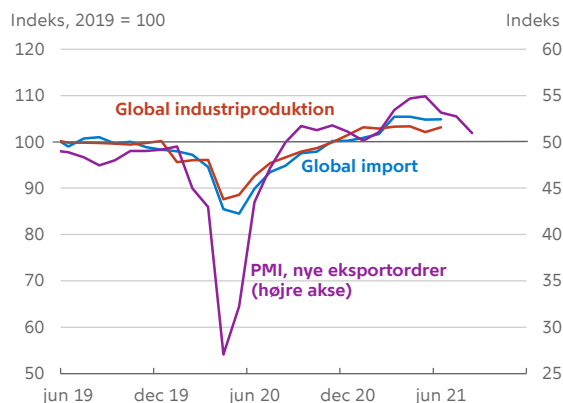
Figur 15



Anm.: De stiplede linjer angiver IMF's prognose fra januar 2020 før corona-udbruddet.
Kilde: Macrobond, IMF og egne beregninger.

Indikatorer peger på langsommere fremgang i global varehandel

Figur 16



Anm.: Figuren viser nye eksportordrer for industrien.
Kilde: Macrobond.

steringer. Opsvinget i kinesisk økonomi er fortsat i et langsommere tempo i 1. halvdel af 2021, bl.a. pga. regionale smitteudbrud og tilbagerulningen af penge- og finanspolitiske stimuli. Hen over sommeren har stigende smitte og restriktioner på ny hæmmet økonomien. Fx faldt erhvervstilliden, målt ved PMI-indekset, til godt 47 i august og peger dermed på en opbremsning i aktiviteten.

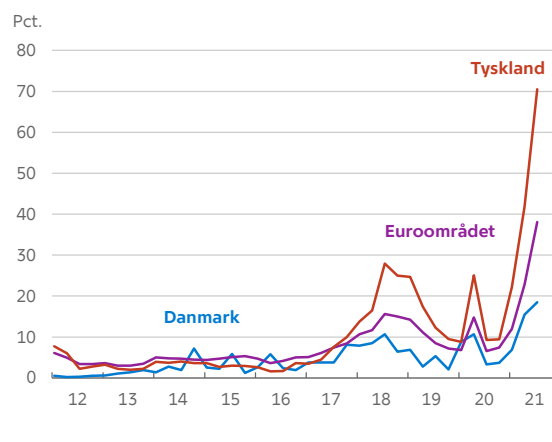
Fremgang i global handel fortsætter i langsommere tempo efter pres på forsyningskæder

Verdenshandlen med varer har været i kraftig fremgang siden sommeren 2020, bl.a. understøttet af forbrugsforskydninger mod varer på bekostning af tjenester og stærk vækst i industrien, som står bag en stor del af handlen på tværs af lande. Væksten i global varehandel er dog aftaget en smule siden foråret, og indikatorerne for nye eksportordrer peger på langsommere fremgang end tidligere, se figur 16. Det dækker bl.a. over, at der efter genåbningerne igen er sket en vis forskydning af forbruget tilbage mod køb af indenlandske tjenester, som i mindre grad end varer skaber handel mellem lande.

Derudover hæmmes den globale handel aktuelt af flere udbudsbegrænsninger. Leveringstiderne er steget til et meget højt niveau, lagrene er lave, og der er mangel på flere materialer, fx mikrochips. Det har skabt forstyrrelser af de globale værdikæder, særligt i produktionen af biler og elektronikprodukter.

Pres på forsyningskæder giver mangel på materialer hos virksomheder

Figur 17



Anm.: Figuren viser andelen af virksomheder i industrien, som angiver, at mangel på materialer begrænser produktionen.
Kilde: Macrobond.

Indenfor EU er det især hos de tyske industrivirksomheder, at materialemangel begrænser produktionen, se figur 17. En høj efterspørgsel efter transport og flaskehalse har desuden ført til betydelige stigninger i fragtraterne, som nu er flere gange højere end før virusudbruddet. Udbudsbegrænsningerne vil givetvis også præge økonomien de kommende kvartaler.

Den globale tjenestehandel er endnu et stykke fra niveauet før pandemien, bl.a. fordi turisme og rejser

fortsat hæmmes af restriktioner. I euroområdet var antallet af ferieovernatninger fx stadig godt 45 pct. lavere i juni end samme måned i 2019, hvilket især har ramt de turist-afhængige lande i Sydeuropa. Over sommeren er antallet af flyvninger steget støt i EU, men lå i midten af august ca. 30 pct. under niveauet fra 2019. Det tyder på, at genopretningen af turismen bliver træg og ikke færdiggøres, før udrulningen af vacciner er mere udbredt i hele verden.

Stærk fremgang i det private forbrug er en væsentlig drivkraft bag det globale opsving

Der har igennem 2021 været stærk fremgang i det private forbrug i flere lande, hvor især stigende indkomster, høje opsparingsrater, finanspolitiske stimuli og vaccineudrulning har skabt gode forudsætninger for forbrugsvækst. I euroområdet er detailsalget steget de seneste måneder frem til august efter et kraftigt dyk under nedlukningerne tidligere på året, se figur 18. Forbrugertilliden er endvidere forbedret støt igennem året og taler for fortsat forbrugsfremgang.

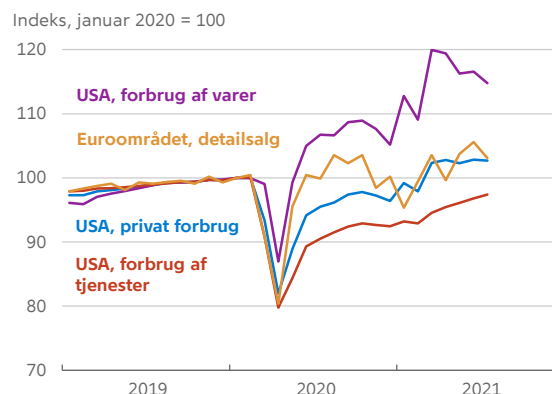
I USA steg forbruget betydeligt i foråret efter nye kontantudbetalinger til husholdningerne, og det har siden stabiliseret sig på et niveau, som omtrent er på niveau med trenden før pandemien.

Virusudbruddet har i flere lande medført betydelige ændringer i efterspørgselsmønstre som følge af nye præferencer og begrænsninger på forbrugsmuligheder, bl.a. steg forbruget af varer på bekostning af tjenester. I USA, hvor data opgøres hurtigere end i andre store økonomier, er tjenesteforbruget dog ved at vende tilbage, om end det stadig udgør en væsentlig mindre del af det samlede forbrug end før pandemien. Det tyder på, at forbrugsmønstrene vender tilbage til udgangspunktet med nogen træghed. Et stigende forbrug af tjenester vil bl.a. bidrage til at afhjælpe kapacitetspresset i nogle dele af økonomien, hvor efterspørgslen har været ekstraordinær høj under corona.

Udover forbrugsforskydninger har efterspørgselsmønstret under pandemien også ændret sig ved, at en større del af den fysiske detailhandel er flyttet online. Det har understøttet forbruget ved at øge

Kraftig forbrugsvækst understøtter opsvinget i USA og euroområdet

Figur 18



Anm.: Det private forbrug og detailsalg er i konstante priser.
 Kilde: Macrobond.

forbrugsmulighederne trods restriktioner og medvirket til, at de højt digitaliserede økonomier har klaret sig bedre igennem pandemien.²¹

Fremadrettet understøttes husholdningernes købekraft af en høj akkumuleret opsparing og øgede formuer under pandemien, hvilket giver potentiale for yderligere forbrugsvækst. I både USA og euroområdet er opsparingsraterne dog stadig højere end før virusudbruddet.

I nogle lande stiger boligpriserne stadig efter genåbningen, mens de bøjer af i andre

Boligpriserne er steget markant i mange avancerede lande siden coronaudbruddet, bl.a. fordi nedlukninger og mere tid brugt i hjemmet har ført til et præferenceskift mod større eller bedre bolig. Pengepolitiske lempelser under pandemien og en betydelig stigning i husholdningernes opsparing har også understøttet boligmarkedet. Mens tempoet fortsat er stærkt i nogle lande som Tyskland og USA, er priserne i juli faldet i Sverige, se figur 19. Det kan hænge sammen med, at genåbningerne over sommeren har øget forbrugsmulighederne og neddroset interessen for boligkøb. I Storbritannien bremsede priserne

²¹ Se Amy Yuan Zhuang, Digitaliserede økonomier har klaret sig bedre igennem pandemien, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 6, august 2021.

kortvarigt op, da stempelafgiften på bolighandler blev genindført i juli efter et års fritagelse, men de er efterfølgende steget igen i august.

Betydelige finanspolitiske stimuli skubber på efterspørgslen i euroområdet og USA

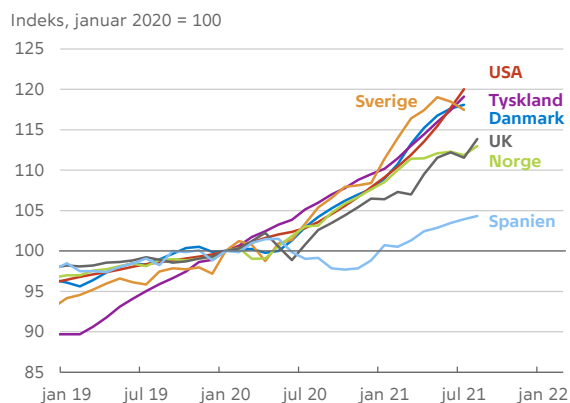
Ekstraordinære store finanspolitiske stimuli skubber fortsat på efterspørgslen og er en væsentlig drivkraft bag opsvinget. Størrelsen af de diskretionære finanspolitiske lempelser har under pandemien været noget større i USA end i euroområdet, hvilket er en medvirkende årsag til den hurtigere amerikanske genopretning. En del af forskellen i de diskretionære finanspolitiske stimuli til økonomien opvejes dog af, at de automatiske stabilisatorer er større i euroområdet, hvor et mere omfattende velfærdssystem i højere grad understøtter husholdningernes indkomst under et tilbageslag, se figur 20.

I euroområdet vil en lempelig finanspolitik stadig understøtte økonomien i 2022. Der er desuden flere forhold, som taler for, at den faktiske finanspolitik er mere lempelig, end gængse mål tilsiger. De omfattende statslige lånegarantier til bl.a. virksomheder indgår fx ikke i opgørelsen af den offentlige saldo, og midlerne fra EU's genopretningsfond har en neutral effekt på den offentlige saldo, da udgifterne modsvares af en overførsel fra EU på indtægtssiden. Derudover gør det en væsentlig forskel, om tilbagerulningen af krisetiltag, fx løn-kompensation og øgede sundhedsudgifter, regnes for diskretionær finanspolitik eller ej. Eksklusive disse kriserelaterede udgifter er der kun udsigt til en mindre stramning af de offentlige budgetter i 2022 relativt til 2021.

EU's finanspolitiske regler i Stabilitets- og vækstpogten har ikke hindret eurolandene i at føre en lempelig finanspolitik under pandemien, da Europa-Kommissionen i 2020-22 har udnyttet den indbyggede fleksibilitet i regelsættet til at tillade afvigelser fra de normale budgetkrav pga. exceptionelle omstændigheder. Et afgørende kriterie for at genindføre budgetkravene er, at BNP er tilbage på niveauet fra udgangen af 2019. På den baggrund ventes budgetkravene i Stabilitets- og vækstpogten genindført i 2023. Derudover har Europa-Kommissionen før pandemien iværksat en gennemgang af EU's finanspolitiske regelsæt, som forventes genoptaget senere i 2021. Formålet er bl.a. at sikre velfungerende finanspolitiske rammer, som understøtter holdbarheden af de offentlige finanser og ikke medfører procyklisk finanspolitik.

Boligpriser er steget markant under pandemien

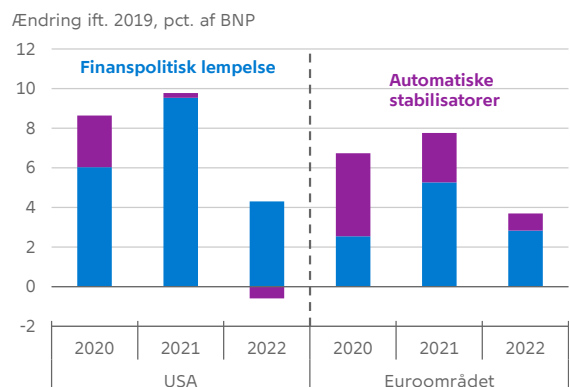
Figur 19



Anm.: Nominelle priser.
Kilde: Macrobond og Boligsiden.

Betydelige finanspolitiske lempelser skubber på efterspørgslen

Figur 20



Anm.: Den finanspolitiske lempelse er beregnet som ændringen i den strukturelle primær saldo. Omfanget af de automatiske stabilisatorer er approksimeret som produktet af produktionsgab og en semi-budget elasticitet. Summen af de to udgør den samlede finanspolitiske impuls og svarer omtrent til udviklingen i den faktiske primær saldo.
Kilde: OECD, Europa-Kommissionen og egne beregninger.

I USA vedtog Kongressen i marts en stor finanspolitisk hjælpepakke, *American Rescue Plan*, på 1.900 mia. dollar eller ca. 9 pct. af BNP, hvoraf en stor del allerede har påvirket den økonomiske aktivitet i første halvdel af 2021. Det drejer sig bl.a. om kontantudbetalinger til husholdninger på 1.400 dollar i foråret og en midlertidigt forhøjet ledighedsunderstøttelse, som på kort tid gav en kraftig stimulerende effekt til økonomien. En del af midlerne i hjælpepakken anvendes først i 2022, og finanspolitikken vil bl.a. derfor også bidrage til øget aktivitet næste år.

Arbejdsmarkederne er i fremgang, men stadig et stykke fra udgangspunktet før pandemien

De udenlandske arbejdsmarkeder er generelt stadig et stykke fra udgangspunktet før pandemien trods fremgang i beskæftigelsen og tegn på øget mangel på arbejdskraft.

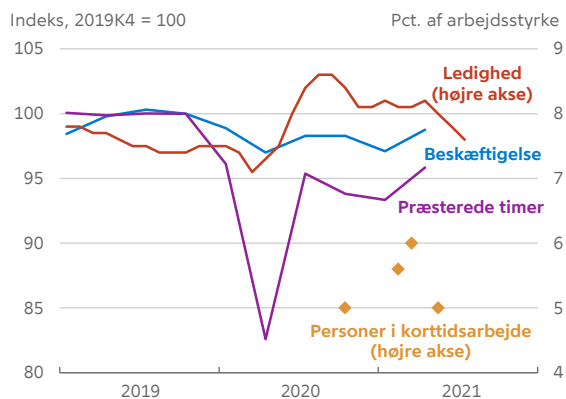
I euroområdet er der betydelige ledige ressourcer på arbejdsmarkedet, fx er både beskæftigelse og antallet af præsterede timer stadig lavere end før virusudbruddet, se figur 21. Over sommeren har der været fremgang på arbejdsmarkedet efter nedlukningerne tidligere på året. Ledigheden er aftaget markant frem til juli, antallet af personer på korttidsarbejde er ligeledes faldet igen, og beskæftigelsesforventninger peger på fortsat jobskabelse i både industri og servicesektoren. Endvidere melder virksomhederne på tværs af brancher nu om større mangel på arbejdskraft end i årene før finanskrisen.

I USA steg beskæftigelsen kraftigt over sommeren, men var i august stadig lavere end trenden før corona, se figur 22. Ledigheden er samtidig aftaget betydeligt til 5,2 pct. af arbejdsstyrken i august, men det undervurderer omfanget af ledige ressourcer, da flere samtidig er trådt ud af arbejdsstyrken, særligt personer over 55 år. Det kan afspejle, at fremrykning af pension har bidraget til at trække den samlede erhvervsfrekvens ned med næsten 2 procentpoint.

Selv om beskæftigelsen stadig er underdrejet, er der flere indikationer på et markant pres på det amerikanske arbejdsmarked. Fx melder flere af virksomhederne om ekstraordinær stor mangel på arbejdskraft, der er en høj frivillig jobomsætning, og antallet af ledige stillinger er højt i forhold til ledigheden. Det tegner et billede af, at der under pandemien har været et forværret match mellem arbejdskraftens ønsker og virksomhedernes efterspørgsel. Den amerikanske centralbanks pengepolitiske komite, FOMC, vurderede på sit møde i juli, at

Betydelige ledige ressourcer på arbejdsmarkedet i euroområdet

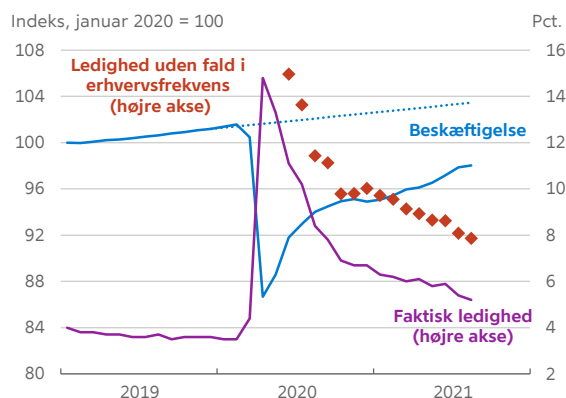
Figur 21



Kilde: Macrobond og ECB.

Stigende beskæftigelse på det amerikanske arbejdsmarked

Figur 22



Anm.: Den stiplede linje angiver trenden i beskæftigelsen før pandemien. Ledigheden uden fald i erhvervsfrekvens fastholder erhvervsfrekvensen på niveauet fra februar 2020.

Kilde: Macrobond og Peterson Institute.

den høje mangel på arbejdskraft sandsynligvis vil vare ved i 2. halvår af 2021.

Lønvæksten er taget til i USA i takt med fremgangen på arbejdsmarkedet og lå i 2. kvartal på 3,6 pct. år-år i den private sektor. Især hoteller og restaurationer har givet større lønstigninger, da det er en af de brancher med udpræget mangel på arbejdskraft. I euroområdet er lønvæksten afdæmpet.

I USA er inflationen steget, mens prispresset fortsat er afdæmpet i euroområdet

Inflationen er steget yderligere i både euroområdet og USA og er nu højere end i perioden op til coronaubrudet. I euroområdet steg inflationen, målt ved årsstigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, til 3 pct. i august fra 2,2 pct. i juli, se figur 23. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen rensset for energi, fødevarer, alkohol og tobak, er steget til 1,6 pct. i august.

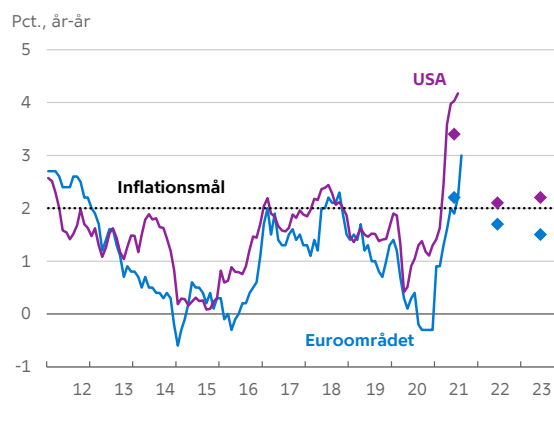
I USA var den årlige stigning i forbrugerpriserne, målt ved stigningstakten i privatforbrugsdeflatoren, PCE, 4,2 pct. i juli, mens kerneinflationen var 3,6 pct.

Inflationsstigningerne er i høj grad drevet af basiseffekter fra det kraftige fald i prisniveauet i begyndelsen af pandemien, men højere råvarepriser og pandemirelaterede forstyrrelser i globale forsyningskæder trækker også op. Råvarepriserne og fragttarterne er steget betydeligt siden sidste forår, og på den baggrund melder virksomhederne i euroområdet og USA om kraftigt stigende inputpriser, der er med til at skubbe producentpriserne højere op. Virksomhedernes profitmargener er også kommet under pres, fordi de har absorberet dele af de højere omkostninger. I euroområdet har udløbet af den midlertidige momsnedsettelse i Tyskland sidste år også øget år-år prisstigningstakten i 2021. Ser man bort fra moms- og afgiftsændringer, var kerneinflationen i euroområdet 1,1 pct. i august.

Priserne er generelt steget mere i USA end i euroområdet, og det er ikke kun drevet af basiseffekter. Månedsstigningstakten i PCE-inflationen i USA har været på et højt niveau de seneste måneder. Det var især ekstraordinære prisstigninger på biler og pandemiramte tjenester, som trak op, se figur 24. Inflationen i Danmark er pga. fastkurspolitikken tættere knyttet til den i euroområdet. Prisstigningerne i USA ventes således at have en begrænset direkte afsmitning på danske priser.

Inflationspresset er noget højere i USA end i euroområdet

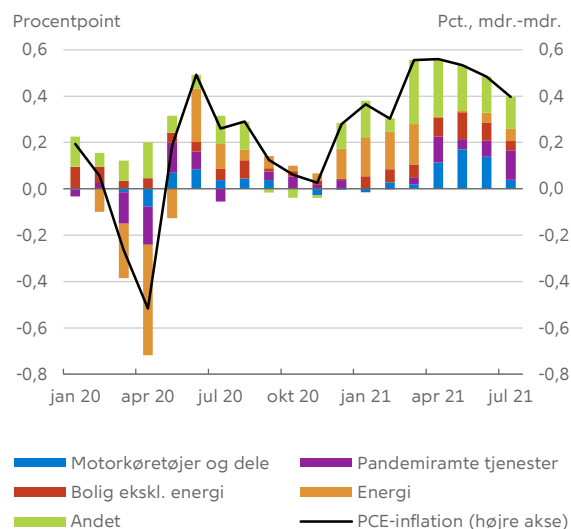
Figur 23



Anm.: De blå og lilla prikker angiver hhv. ECB's og Fed's forventning til HICP-inflationen og PCE-inflationen fra deres seneste prognoser i hhv. september og juni.
Kilde: Macrobond, ECB og Federal Reserve.

Inflationen i USA er trukket op af højere bilpriser og genåbning

Figur 24



Anm.: Motorkøretøjer og dele omfatter både nye og brugte køretøjer. Pandemiramte tjenester omfatter restauranter og hoteller, fritid og kultur samt luftfart.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Større prisstigninger på biler og andre varige forbrugsgoder i USA end i euroområdet kan hænge sammen med bl.a. importindholdet af disse varegrupper. Ifølge OECD's TiVA-database importerer USA en større andel af forbrugsgoder end euroområdet. Det tyder således på, at flaskehalse i globale forsyningskæder har haft et større gennemslag på inflationen i USA end i euroområdet. ECB peger endvidere i en analyse på, at styrkelsen af den nominelle effektive eurokurs siden coronaudbruddet har været med til at begrænse prisstigningen i importerede forbrugsgoder.²² Boligpriserne er desuden steget kraftigere i USA end i euroområdet. Det kan have givet en større afsmittende effekt på lejepriser.²³

Som udgangspunkt må det forventes, at de ekstraordinære prisstigninger i især USA er midlertidige og vil bøje af, i takt med at basiseffekterne ebber ud, og kapacitet og efterspørgselsmønstre tilpasser sig efter pandemien. I sin seneste prognose fra juni forventede Fed, at PCE-inflationen vil aftage fra 3,4 pct. i 2021 til lidt over 2 pct. i 2022 og 2023. ECB fastholdt i september forventningen om, at prisstigningerne er forbigående, og at HICP-inflationen vil falde fra 2,2 pct. i 2021 til 1,5 pct. i 2023.

Mens det underliggende prispres i euroområdet ifølge ECB vil forblive afdæmpet pga. den betydelige ledige kapacitet i økonomien og et svagt lønpres, fremhæver flere FOMC-medlemmer, at betydelige finanspolitiske stimuli, mangel på arbejdskraft og stigende boligpriser kan give et vedvarende inflationspres i USA. Federal Reserve Dallas viste i en beregning, at højere huslejeinflation under pandemien kan øge PCE-inflationen med 0,5 procentpoint frem mod udgangen af 2023.²⁴

I det seneste Survey of Professional Forecasters for 3. kvartal har analytikerne opjusteret deres forvent-

ninger til inflationen i år. I euroområdet ventes den således at være 1,9 pct., og PCE-inflationen i USA ventes at være 4,1 pct. Inflationsforventningerne på længere sigt er dog uændrede og på linje med hhv. ECB's og Fed's prognoser. Velforankrede inflationsforventninger har betydning for forbrugere og virksomheders adfærd og er således vigtige for den faktiske inflationsdannelse.

Udsigt til stærk genopretning af global økonomi med øget divergens mellem lande

Der er udsigt til høj global vækst de kommende år drevet af bedre vaccineadgang, finanspolitiske stimuli, lempelige finansielle forhold og en ventet nedbringelse af husholdningernes store opsparinger. Samtidig vil den økonomiske fremgang gradvist brede sig fra industri til servicesektoren i de lande, hvor pandemien er under kontrol. Samlet set forventer IMF en vækst i den globale økonomi på 6,0 pct. i 2021 og 4,6 pct. i 2022, se figur 25. Styrken af genopretningen er dog meget forskellig på tværs af lande, da den lave vaccineadgang i vækstøkonomierne gør dem mere sårbare over for smitteudbrud end de avancerede økonomier.

I USA bevæger økonomien sig næste år ind i en højkonjunktur, mens konjunktursituationen vil være omtrent neutral i euroområdet. Kongressens budgetkontor skønner således, at produktionsgab i USA, dvs. forskellen mellem faktisk og potentiel produktion, når op på 2,5 pct. i 2022, mens Europa-Kommissionen venter et næsten lukket produktionsgab i euroområdet.

Der er flere usikkerhedsfaktorer knyttet til udsigterne for verdensøkonomien, som kan give anledning til et mere ujævnt konjunkturforløb end forudsat i hovedscenariet. Især pandemiens forløb er stadig en central

22 Se Gerrit Koester, Ieva Rubene, Eduardo Gonçalves og Jakob Nordeman, Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area, *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2021.

23 Udgifter til ejerboliger indgår ikke i HICP-inflationen, mens de beregnes ud fra lejerens udgifter til husleje i PCE-inflationen. ECB vurderede i 2016, at forskellen mellem HICP-inflationen med og uden ejerboligudgifter højst ville være 0,2 procentpoint i perioden 2011-16, jf. *Assessing the impact of housing costs on HICP inflation*, *ECB Economic Bulletin*, Issue 8/2016.

24 Se Xiaoqing Zhou og Jim Dolmas, Surging house prices expected to propel rent increases, push up inflation, *Dallas Fed Economics*, august 2021.

faktor for den økonomiske genopretning. IMF venter, at der løbende vil opstå smittebølger, indtil vacciner er bredt tilgængelige i hele verden ved udgangen af 2022. Det indebærer en risiko for, at smitteopblussen foranlediget af nye virusmutationer dæmper aktiviteten mere end forudsat, særligt i lande med lav vaccinetilslutning.

I udgangspunktet ventes det nuværende kraftige pres på forsyningskæderne at være forbigående i IMF's prognose, men det kan hæmme produktion og handel i længere tid. Det kan fx ske, hvis smitteudbrud giver forstyrrelser af global logistik, eller efterspørgslen efter varige forbrugsgoder forbliver på et højt niveau og kun forskyder sig trægt mod tjenester. Flere af de udenlandske centralbanker har givet udtryk for, at presset på forsyningskæderne i deres økonomier kan vare ved i 2. halvår af 2021 og ikke nødvendigvis aftager fuldt ud før en gang til næste år.

De internationale organisationer venter generelt en relativt træg normalisering af husholdningernes opsparingsrater, som i USA og euroområdet omtrent vil være tilbage på niveauet fra før pandemien i 2022. En hurtigere nedbringelse af den høje akkumulerede opsparing under virusudbruddet vil give et betydeligt skub til efterspørgslen. I USA kan det sammen med store finanspolitiske stimuli føre til en overopledning efterfulgt af et abrupt tilbageslag, fx hvis høj inflation leder til en pludselig stramning af de finansielle forhold, rentestigninger eller en korrektion af høje aktivpriser. Der er en øget risiko for, at det sker i en situation, hvor det nuværende arbejdsmarkedspress bliver vedvarende og skaber større løn- og pristigninger.

I nogle europæiske lande udgør tilbagerulningen af likviditetsstøttende tiltag til virksomheder og husholdninger en særskilt risiko for abrupte tilpasninger af økonomien, som kan afspore genopretningen.

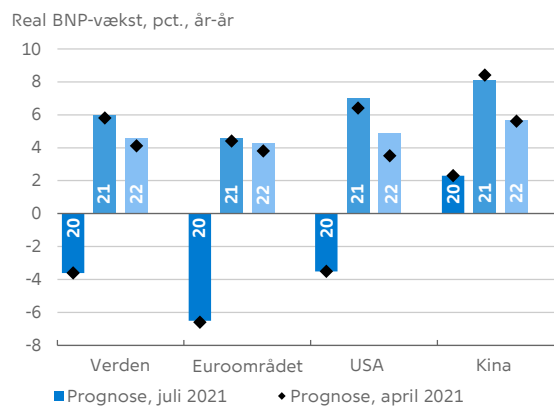
ECB har ændret forward guidance efter ny pengepolitisk strategi

ECB ændrede i juli sin forward guidance om renterne i forlængelse af den nye pengepolitiske strategi med et symmetrisk inflationsmål på 2 pct., se boks 2. ECB forventer ikke, at renterne vil blive forhøjet, før inflationen når vedvarende op på 2 pct. før udgangen af prognosen. Der er således udsigt til en længere periode med lave renter i euroområdet, se figur 26.

Ved sit pengepolitiske møde i september meddelte ECB, at opkøbene under det ekstraordinære opkøbs-

Udsigt til høj global vækst i 2021-22

Figur 25

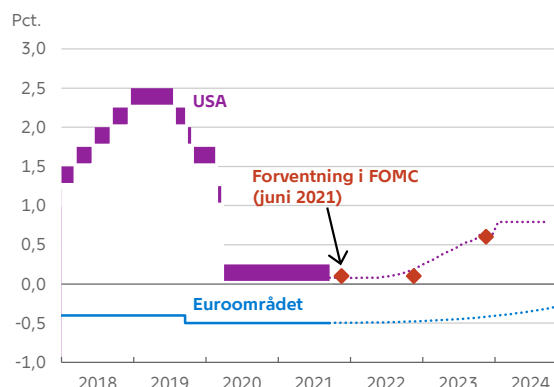


Anm.: For verden vises IMF's prognose baseret på markedsbaserede valutakurser.

Kilde: IMF, World Economic Outlook Update July 2021.

Markedet forventer renteforhøjelse i USA i 2022

Figur 26



Anm.: De prikkede linjer angiver markedets forventninger til de pengepolitiske renter d. 15. september 2021.

Kilde: Rio Scanrate, Macrobond og Federal Reserve.

program under pandemien, PEPP, ville blive gennemført i et moderat lavere tempo end i de foregående to kvartaler. Beslutningen blev bl.a. truffet, da ECB vurderede, at de finansielle forhold stadig vil være lempelige trods et mindre opkøb. ECB købte aktiver under PEPP for 80 mia. euro om måneden i marts-juli, mens opkøbene i august faldt til 65 mia. euro.

I USA var der ingen pengepolitiske ændringer ved det seneste møde i juli. Markedsdeltagerne forventer nu, at Fed vil begynde at hæve renten fra midten af 2022 til 0,7 pct. ved udgangen af 2023. Det er en smule højere end FOMC's forventning fra juni. Ifølge Federal Reserve New York's Markets Participants Survey forventer et flertal af markedsdeltagerne, at Fed vil reducere sine opkøb i 4. kvartal 2021 eller 1. kvartal 2022. Dermed er der udsigt til, at ECB's balancer, som andel af BNP, vil fortsætte med at være højere end Fed's, se figur 27.

Statsrenterne er faldet på baggrund af nedadrettede risici til vækstudsigterne

Renterne på 10-årige statsobligationer er faldet hen over sommeren i både euroområdet og USA, se figur 28. De er nu tilbage til samme niveau som i begyndelsen af året trods fremskridt med vaccineudrulningen, positive vækstudsigter og tiltagende inflationsforventninger. Rentefaldet afspejler bl.a., at investorerne i stigende grad er bekymrede over nedadrettede risici for genopretningen som følge af spredningen af delta-varianten, et langsommere tempo i den amerikanske vaccineudrulning og svagere nøgletal end forventet.

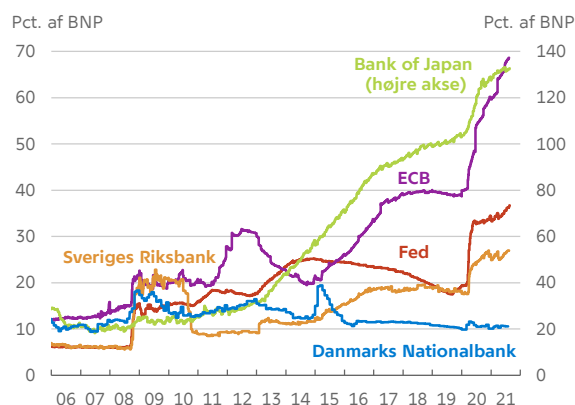
I marts-juli kan ECB's relativt høje opkøb under PEPP desuden have lagt et nedadgående pres på de lange renter i euroområdet. Effekten er formentligt forstærket af markedets forventninger til fortsat lempelig pengepolitik fra ECB som følge af den ændrede forward guidance i juli.

Ifølge Fed's beregninger er rentefaldet i USA over sommeren især drevet af en lavere løbetidspræmie. Det afspejler, at investorerne er mere villige til at holde obligationer med længere løbetid og derfor kræver en mindre kompensation for det. Det kan være et tegn på, at investorerne ser den højere inflation som midlertidig.

De lange realrenter er ligeledes faldet over sommeren i euroområdet og USA. Ifølge IMF kan det bl.a. afspejle, at investorerne har nedjusteret deres forventninger til det langsigtede vækspotentiale.

ECB's balancer er steget mere end de andre centralbankers siden årsskiftet

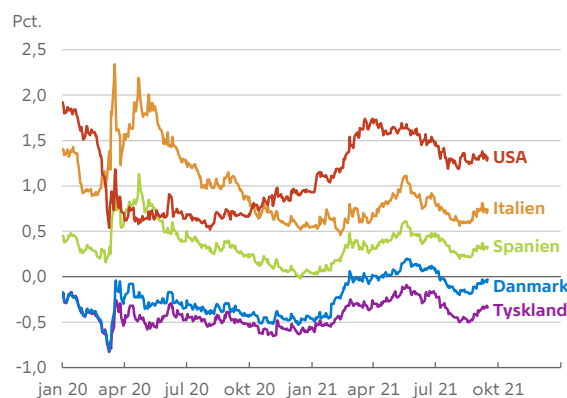
Figur 27



Kilde: Macrobond.

En del af stigningen i statsrenterne fra tidligere på året er reverseret

Figur 28



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter.

Kilde: Macrobond.

Aktiemarkederne stiger yderligere efter kortvarig nedgang

Aktiemarkederne har haft en kortvarig nedgang i løbet af juli som følge af stigende smittetilfælde og bekymringer over vækstudsigterne. Aktiepriserne vendte dog hurtigt tilbage til den opadgående trend siden sidste forår og er fortsat understøttet af robust indtjening hos virksomhederne, omfattende penge- og finanspolitiske tiltag og fremskridtet i vaccineudrulningen i de avancerede lande. Den høje akkumulerede opsparing under pandemien, især i USA, har formentligt også medvirket til øget efterspørgsel efter aktier blandt husholdningerne.

I Danmark, euroområdet og USA er de toneangivende aktieindeks på rekordhøje niveauer. P/E-forholdet, der måler aktiekurserne i forhold til virksomhedernes indtjening, peger på, at værdiansættelsen af europæiske og amerikanske aktier er tæt på niveauet fra dot.com-boblen i begyndelsen af 2000'erne. En del af udviklingen kan dog forklares af, at renterne er faldet markant de sidste 20 år. Der er tegn på, at aktierisikopræmien, der tager højde for, at renten i dag er lavere end dengang, ikke er specielt lav.²⁵

Ny pengepolitisk strategi i ECB

Boks 2

ECB offentliggjorde i begyndelsen af juli ændringer til sin pengepolitiske strategi.¹ Mandatet er fortsat at fastholde prisstabilitet i euroområdet, men det mellemfristede inflationsmål er ændret til 2 pct. fra "tæt på, men under 2 pct." Dette mål er endvidere symmetrisk, hvilket betyder, at negative og positive afvigelser fra målet anses for at være lige uønskede. Det kan således indebære perioder, hvor inflationen befinder sig lidt over 2 pct., uden at det medfører stramninger i pengepolitikken.

Det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) er bibeholdt som et mål for priserne, men udgifter til ejerboliger anbefales at medtages i HICP for at give et bedre billede af den inflation, der er relevant for husholdningerne. ECB annoncerede også forskellige tiltag til, hvordan den fremover vil tage højde for klimaforandringer og den grønne omstilling i udformningen af sin politik.

Den nye pengepolitiske strategi er resultatet af en grundig gennemgang, som ECB iværksatte i januar 2020 for første gang siden 2003. Gennemgangen omfatter både den pengepolitiske strategi, værktøjerne og kommunikationen omkring pengepolitikken. ECB har til hensigt med jævne mellemrum at vurdere, om den pengepolitiske strategi er hensigtsmæssig. Den næste vurdering forventes at finde sted i 2025.

Ændringerne i ECB's pengepolitiske strategi har ingen betydning for den måde, som Nationalbanken fører fastkurspolitik på. Nationalbanken belyser i en analyse, hvad ændringerne betyder for dansk økonomi.²

1. Læs mere på ECB's hjemmeside.
2. Se Jesper Pedersen og Nastasija Loncar, ECB's nye strategi og dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 21, september 2021.

²⁵ Se Danmarks Nationalbank, Lempelige finansielle forhold styrker opsvinget, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 23, september 2021.

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 2021. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 15. september 2021. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive 6,9 pct. i 2021, 6,0 pct. i 2022 og 3,7 pct. i 2023. Eksportmarkedsvæksten er uændret i forhold til juni-prognosen og afspejler, at der ikke har været væsentlige ændringer i de seneste prognoser fra OECD, IMF og Europa-Kommissionen.

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. 3 måneders-pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten forudsættes gennem hele prognoseperioden at være negativ og forblive omtrent uændret fra det nuværende niveau på -0,4 pct.

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

I begyndelsen af september 2021 lå olieprisen på omkring 73 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, som falder gradvist til omkring 63 dollars pr. tønde ved udgangen af 2023.

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 2021* og *Opdateret 2025-forløb, august 2021*.

Det reale offentlige forbrug antages at stige 4,7 pct. i år, falde 1,8 pct. i 2022 og stige 0,9 pct. i 2023. De offentlige investeringer antages at stige 3,9 pct. i 2021, falde 1,6 pct. i 2022 og stige 17,4 pct. i 2023, se tabel A1. Den kraftige stigning i de offentlige investeringer skal bl.a. ses i sammenhæng med lavere offentlige bygge- og anlægsinvesteringer i 2022 end tidligere planlagt, samtidig med at offentlige investeringer beregningsteknisk er opjusteret fra 2023 og frem i den seneste mellemfristede fremskrivning.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret med 0,5 procentpoint i år i forhold til seneste prognose, men nedjusteret med 0,6 procentpoint i 2022. Opjusteringen i år og den efterfølgende nedjustering i 2022 skal primært ses i sammenhæng med, at dansk økonomi er kommet bedre end skønnet gennem 1. halvår 2021. Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er opjusteret 0,2 procentpoint i år og i 2022.

Øversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2020	2021	2022	2023
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	-8,9	6,9	6,0	3,7
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	-2,3	0,5	1,0	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	1,4	2,1	2,3	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3 måneders-pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,3	0,4	0,5	0,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,1	104,3	104,0	104,0
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,5	6,2	6,3	6,3
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	41,8	68,3	68,0	64,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-1,7	4,7	-1,8	0,9
Offentlige investeringer, pct. år-år	9,8	3,9	-1,6	17,4
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	833	849	846	845

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

Ændringer i prognosen

Tabel A2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Prognose fra juni	3,3	3,7	2,2	1,3	1,5	1,6
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Renteudvikling	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	0,3	-0,8	0,1	0,1	0,0	-0,2
Denne prognose	3,8	3,1	2,4	1,5	1,7	1,6

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

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

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

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
21. september 2021



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION