

DANMARKS NATIONALBANK

16. MARTS 2022 — NR. 5

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — MARTS 2022

Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne



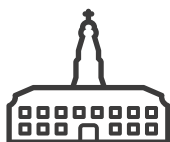
Højeste inflation i flere årtier

Ruslands invasion af Ukraine og de internationale sanktioner har i første omgang påvirket den internationale økonomi ved yderligere at øge priserne på især energi. Inflationen var i forvejen høj på grund af ubalancer mellem ud- og efterspørgsel som følge af pandemien.



Vækstpause i dansk økonomi

Høje energipriser og øget usikkerhed dæmper investeringer og forbrug i global økonomi. I Danmark giver det en vækstpause, der tager toppen af højkonjunkturen, men der vil fortsat være pres på arbejdsmarkedet og lav ledighed.



Finanspolitikken skal tilpasses kapacitetspres fra nye prioriteringer

Invasionen af Ukraine har givet anledning til nye udgiftspolitiske prioriteringer med sigte på at styrke dansk forsvar og energiforsyning. Det er der rum til i den offentlige økonomi. Men aktiviteten i dansk økonomi er i forvejen høj, og finanspolitikken skal om nødvendigt tage luft ud af økonomien andre steder.

INDHOLD

- 2 SAMMENFATNING OG ANBEFALINGER TIL DEN ØKONOMISKE POLITIK
- 7 AKTUELLE DRIVKRÆFTER I DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI
- 8 GLOBAL ØKONOMI RAMMES EFTER RUSLANDS ANGREB PÅ UKRAINE
- 12 HØJ INFLATION ER DREVET AF STORE UDSVING I VERDENSKØNOMIEN
- 19 STRAMME ARBEJDSMARKEDER GIVER HØJERE LØNSTIGNINGER
- 25 ANGREBET PÅ UKRAINE DÆMPER EFTERSPØRGSLEN I DANSK ØKONOMI
- 30 SUNDE BALANCER GØR DANMARK MERE ROBUST
- 32 VÆKSTUDSIGTERNE FOR DANSK ØKONOMI PRÆGES AF NEDADRETTEDE RISICI
- 35 *BILAG:* ANTAGELSER OG ÆNDRINGER AF PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Sammenfatning og anbefalinger til den økonomiske politik

Nye udfordringer for dansk og international økonomi

Ruslands invasion af Ukraine har på kort tid medført store menneskelige omkostninger for den ukrainske befolkning og er blevet en ny, destabiliserende faktor for verdenssamfundet. Det rammer også den internationale økonomi. Angrebet og de efterfølgende omfattende internationale sanktioner mod Rusland hæmmer en række produktions-, handels- og efterspørgselsmønstre, og det vil have økonomiske konsekvenser for virksomheder og husholdninger på tværs af lande.

Først og fremmest svækker invasionen og de efterfølgende sanktioner udbuddet af energi og andre råvarer, som øger forsyningsproblemer især i Europa. Det er allerede kommet til udtryk i yderligere, markante prisstigninger på gas, olie og elektricitet samt fødevarer og råstoffer. De store prisstigninger og øget usikkerhed om det videre forløb vil reducere globalt forbrug og investeringer. Sammen med en forventelig kraftig tilbagegang i Ruslands og Ukraines økonomier vil det dæmpe aktiviteten i verdensøkonomien. Tilbagegangen vil kun delvist kunne blive modgået af finanspolitiske tiltag rettet mod investeringer i energiomstilling og styrkelse af forsvaret. Desuden vil især de europæiske lande også blive påvirket af flygtningestrømme.

Størrelsen og varigheden af de økonomiske konsekvenser af angrebet på Ukraine er forbundet med stor usikkerhed. De udsigter for dansk og international økonomi, som beskrives i denne analyse, skal ses i lyset af disse usikkerheder. Der præsenteres i det følgende både et hovedscenarie og et risikoscenarie.

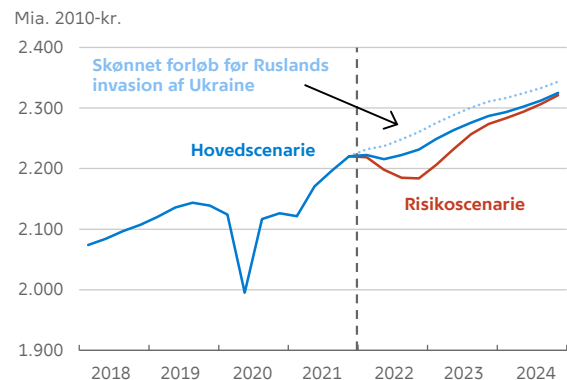
Hovedscenarie:

Afmatning i verdensøkonomien giver vækstpause i Danmark

Hovedscenariet tager udgangspunkt i de aktuelle sanktioner og implikationer for finans- og råvaremarkeder samt energiforsyning mv., men tager ikke

Ruslands invasion af Ukraine svækker væksten i Danmark

Figur 1



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

højde for potentielle yderligere finanspolitiske stimuli fra tiltag rettet mod energiomstilling og styrkelse af forsvaret mv. Scenariet læner sig endvidere op ad en række foreløbige vurderinger fra internationale institutioner m.fl., og det forudsættes konkret, at invasionen af Ukraine dæmper eksportmarkedsvæksten¹ med ca. 2 procentpoint i 2022 til 3,8 pct. I hovedscenariet forventes der således stadig en pæn fremgang i den internationale økonomi i år. De efterfølgende år forudsættes geopolitiske spændinger, energipriser og tilbageholdenhed hos husholdninger og virksomheder at påvirke aktiviteten mindre, og der forudsættes en eksportmarkedsvækst på henholdsvis 3,9 pct. i 2023 og 3,2 pct. i 2024.

Opbremsningen på de danske eksportmarkeder slår igennem på dansk eksport, og samtidig svækker store forbrugerprisstigninger og en dæmpet forbrugs- og investeringslyst den indenlandske efterspørgsel i år. Samlet set skønnes efterspørgslen i dansk økonomi kun at stige svagt gennem 2022, og bruttonationalproduktet, BNP, ventes blot at være 0,5 pct. højere i 4. kvartal 2022 i forhold til samme tidspunkt

1 Eksportmarkedsvæksten er et udtryk for, hvor meget markedet for dansk eksport vokser, opgjort som den sammenvejede importvækst på de danske eksportmarkeder.

året før, se figur 1. For 2022 som helhed ventes BNP at være 2,1 pct. højere end året før, hvilket skal ses i lyset af nedlukninger og svag aktivitet i begyndelsen af 2021, se tabel 1. Væksten vurderes isoleret set at svækkes med 1,0 procentpoint sammenlignet med et forløb før Ruslands invasion af Ukraine. De kommende år giver vækst i udlandet og fremgang i købekraften afsæt for en vækst i BNP på 2,1 pct. i 2023 og 1,7 pct. i 2024.

Ruslands invasion af Ukraine ændrer ikke det grundlæggende billede af, at dansk økonomi også de kommende år vil være præget af kapacitetspres og lav ledighed. Som det ser ud nu, kan økonomien derfor godt stå igennem et mere afdæmpet vækstforløb som følge af Ruslands invasion af Ukraine.

Risikoscenarie:

Dansk økonomi bliver ramt af fald i aktiviteten

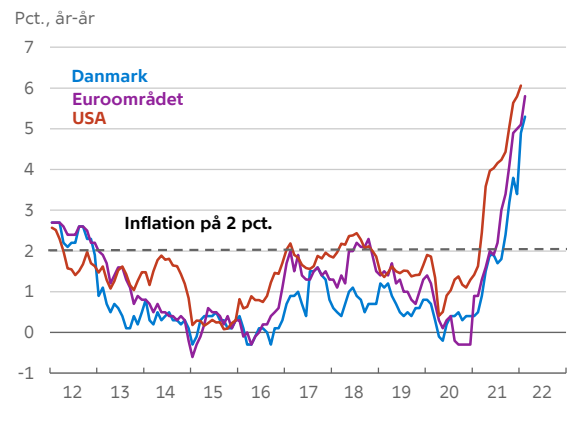
Der er imidlertid en risiko for, at situationen eskaleres med et pludseligt forsyningsstop af russisk olie og gas til Danmark og resten af verden. Det vil formentlig føre til rationering af produktionen og kraftige olie- og gasprisstigninger både herhjemme og i andre berørte lande. I et sådant risikoscenarie med yderligere stigninger i energi- og andre råvarepriser og en forventelig endnu større svækkelse af forbrugs- og investeringslysten blandt husholdninger og virksomheder kan inflationen blive øget med 3,9 procentpoint i forhold til hovedscenariet, og BNP-væksten blive reduceret med 1,2 procentpoint. Et sådant forløb vil indebære egentlige aktivitetsfald gennem 2022, så økonomien vil være tæt på neutral kapacitetsudnyttelse, og en forøgelse i ledigheden på 33.000 personer til næste år i forhold til hovedscenariet. Scenariet tager dog ikke højde for modgående tiltag i den økonomiske politik. Økonomiens stærke udgangspunkt giver et afsæt for, at væksten i Danmark – selv i et sådant hårdt scenarie – hurtigt vil vende tilbage, efterhånden som de umiddelbare stød til økonomien fortager sig.

Ubalancer mellem udbud og efterspørgsel har medført prisstigninger

Ruslands invasion af Ukraine sker på et tidspunkt, hvor den økonomiske aktivitet er vendt hurtigt og kraftigt tilbage efter pandemien med stort pres på arbejdsmarkedet til følge, men hvor den globale økonomi i forvejen var påvirket af forstyrrelser fra pandemien og høj inflation. Udbuddet har således i nogle dele af økonomien ikke kunnet følge med den kraftige stigning i vareefterspørgslen i forbindelse med pandemien. Store finans- og pengepolitiske

Ubalancer mellem udbud og efterspørgsel har ført til høje prisstigninger globalt

Figur 2



Anm.: Prisstigningerne er opgjort ved henholdsvis det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, for Danmark og euroområdet og deflatoren for det private forbrug for USA.
Kilde: Macrobond.

Scenarier for dansk økonomi

Tabel 1

	Hovedscenarie		
	2022	2023	2024
BNP, pct., år-år	2,1	2,1	1,7
Forbrugerpriser (HICP), pct., år-år	4,9	1,4	2,2
Ledighed, brutto, 1.000 personer	69	74	76
	Risikoscenarie		
BNP, pct., år-år	0,9	2,1	2,6
Forbrugerpriser (HICP), pct., år-år	8,8	1,0	0,8
Ledighed, brutto, 1.000 personer	83	107	94

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

stimuli har understøttet efterspørgslen, og forbruget har i stort omfang været forskudt mod varer, mens nedlukninger og frygt for smitte har reduceret forbruget af tjenester. Samtidig har udbuddet i dele af den internationale økonomi været hæmmet af logistik- og produktionsforstyrrelser afledt af pandemien. Kombinationen af høj efterspørgsel, leveringsvanskeligheder og store prisstigninger på energi har allerede øget forbrugerprisstigningerne til omkring 5-6 pct. i USA, euroområdet og Danmark, se figur 2. Det er den højeste inflation i flere årtier.

I euroområdet og herhjemme har prisstigningerne i høj grad været drevet af energi, hvor gas- og elpriser steg voldsomt i efteråret, bl.a. fordi Rusland nedbragte sine gasleverancer til det europæiske marked. Men også stigende råvarepriser, højere fragtrater og forsyningsproblemer har fået producentpriserne til at stige hurtigere. I USA har inflationen været høj i længere tid og er i større omfang knyttet til et stramt arbejdsmarked med høje lønstigninger.

Højere inflation og lavere vækst i udlandet letter lidt af presset på arbejdsmarkedet

I hovedscenariet ventes inflationen i Danmark samlet set at forblive meget høj i 2022 på grund af de store prisstigninger på energi, og det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, skønnes at stige 4,9 pct. i år. Energiprisstigninger efter Ruslands invasion af Ukraine løfter isoleret set inflationen med 2,0 procentpoint i 2022. Til næste år ventes inflationen at falde til 1,4 pct., da energipriserne med afsæt i markedsforventninger for olie, gas og elektricitet forudsættes at falde markant fra slutningen af 2022 og i 2023 fra det aktuelt meget høje niveau og derved trække ned i inflationen i 2023. Energipriserne forudsættes efterfølgende at stabilisere sig på et leje, der fortsat er højt i et længere tidsperspektiv.

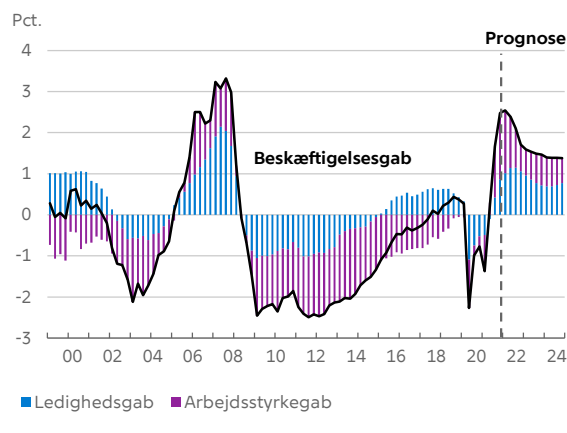
Inflationen forventes at forblive højere end i årene op til pandemien, da kerneinflationen² forventes at stige til lidt over 3 pct. i 2022. Det afspejler, at virksomhedernes øgede omkostninger som følge af både højere råvarepriser og lønstigninger forventes gradvist at blive væltet over i forbrugerpriserne. De følgende år ventes kerneinflationen at falde til lidt over 2,5 pct. i 2023 og lidt over 2 pct. i 2024, efterhånden som lavere energi- og råvarepriser dæmper presset på virksomhedernes omkostninger. På den baggrund skønnes inflationen at blive 2,2 pct. i 2024.

De store prisstigninger indebærer, at husholdningernes købekraft svækkes i 2022, selvom deres indkomst understøttes af den store fremgang i beskæftigelsen og større lønstigninger. Husholdningerne har under pandemien sparet meget op og akkumuleret store formuer, som giver mulighed for, at forbruget kan udjævnes i en periode med høje prisstigninger. Øget usikkerhed skønnes dog at føre til nogen

² Kerneinflation er forbrugerprisstigninger opgjort ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

Presset på arbejdsmarkedet letter lidt, men forbliver højt

Figur 3



Anm.: Gab angiver forskellen mellem det faktiske niveau 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 og egne beregninger.

tilbageholdenhed i virksomheder og husholdninger og lægge en dæmper på forbrugs- og investeringslysten. Samtidig er der udsigt til lavere vækst på Danmarks eksportmarkeder, som understøtter en lille, yderligere fremgang for danske eksportvirksomheder. Dansk eksport er traditionelt relativt robust over for tilbageslag i udenlandsk efterspørgsel.³

Større bevillinger til forsvaret øger den offentlige efterspørgsel, som dog samlet set falder i løbet af 2022, i takt med at aktiviteter til test og vaccinationer reduceres.

Efterspørgslen skønnes at komme lidt op i tempo i løbet af 2023 og 2024, efterhånden som husholdningernes købekraft igen øges i Danmark og udlandet. Faldende energipriser betyder, at lønstigninger og indkomstfremgang i husholdningerne igen vil være højere end inflationen. Højere renter vil imidlertid gradvist dæmpe lidt af fremgangen i økonomien.

Væksten i produktion og efterspørgsel indebærer, at beskæftigelsen samlet stiger med 31.000 personer

³ Se Adrian Michael Bay Schmith og Helle Eis Christensen, Stort fald i dansk eksport, men sammensætningen kan være en stødpude, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 8, juni 2020.

fra slutningen af 2021 til udgangen af 2024. Det er en anelse mere end stigningen i arbejdsstyrken, og ledigheden skønnes at stabilisere sig lidt over 70.000 personer, hvilket er lidt lavere end det aktuelle niveau. Det nuværende ekstraordinære pres på arbejdsmarkedet, som er knyttet til pandemien, forventes ganske vist at løje af, men presset på arbejdsmarkedet vurderes at forblive højere end i årene før pandemien, se figur 3. Med et vedvarende pres på arbejdsmarkedet ventes lønstigningerne at øges til 3,6 pct. i 2022, 3,8 pct. i 2023 og 3,4 pct. i 2024. Det er over 1 procentpoint højere end i årene før pandemien.

Finanspolitikken skal tilpasses kapacitetspres fra nye prioriteringer

Ruslands invasion af Ukraine har på kort tid givet anledning til nye udgiftspolitiske prioriteringer med sigte på at styrke det danske forsvar og mindske sårbarheder i den danske energiforsyning. Konkret er der indgået aftale i Folketinget om at afsætte en reserve på 7 mia. kr. til styrkelse af forsvaret over de kommende to år. Frem mod 2033 skal forsvarsudgifterne øges til 2 pct. af BNP, og derudover skal der hurtigst muligt drøftes konkrete tiltag til at udfase naturgas og sikre uafhængighed af russisk gas.

Det er samtidig aftalt at øge grænsen i budgetloven for det strukturelle underskud fra 0,5 pct. til 1,0 pct. af BNP og at sigte efter et offentligt underskud på 0,5 pct. i den mellemfristede tilrettelæggelse af finanspolitikken i en kommende 2030-plan. Nationalbanken støtter ændringerne af budgetloven og det nye saldomål. En sænkning af underskudsgrænsen til 1 pct. af BNP – inden for rammerne af EU's Stabilitets- og vækstpagt og finanspagt – vil tillade en mere hensigtsmæssig fleksibilitet i tilrettelæggelsen af en ansvarlig finanspolitik. Nationalbanken vurderer, at justeringen af underskudsgrænsen og saldomålet er foreneligt med sunde og holdbare offentlige finanser og en troværdig fastkurspolitik.

Årtiers finanspolitiske planlægning med sigte på at sikre sunde og holdbare offentlige finanser betyder, at der er rum i den offentlige økonomi til at opfylde nye prioriteringer. Men øgede udgifter til forsvar og omstilling af energiforsyning vil ikke desto mindre betyde, at andre udgifts- eller indtægtspolitiske ambitioner, som ellers ville kunne afholdes inden for de aktuelle muligheder, må vige, eller at der må skabes yderligere råderum via prioriteringer eller reformer.

Økonomisk politik

Nationalbanken støtter en ændring af underskudsgrænsen i budgetloven og det nye sigtepunkt for den offentlige saldo i en kommende finanspolitisk plan til 2030. Begge vurderes at være forenelige med sunde og holdbare offentlige finanser og en troværdig fastkurspolitik.

Finanspolitikken skal tilpasses kapacitetspres fra nye prioriteringer – om nødvendigt ved at tage luft ud af økonomien andre steder.

Udbetalinger til husholdninger er et hensigtsmæssigt værktøj til at afbøde konsekvenser af stigende energipriser på kort sigt. Gentagne udbetalinger vil dog svække tilskyndelsen til at skifte væk fra fx gas. Subsidier eller afgiftsreduktioner bør undgås, da de vil forøge markedspriserne yderligere.

Det er samtidig vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges under hensyntagen til konjunkturforløbet og kapacitetspresset i økonomien. Selvom presset på arbejdsmarkedet ser ud til at lette lidt, er ledigheden stadig meget lav, og der er pres på kapaciteten i dansk økonomi. Udgiftspolitiske initiativer til at styrke forsyningssikkerhed, herunder med fokus på energi-effektivitet og vedvarende energi, vil medvirke til at sikre Danmark en robust økonomi. Men i det omfang, at højere efterspørgsel knyttet til omstilling af energiforsyning og en styrkelse af forsvaret leder til et øget kapacitetspres i økonomien, skal finanspolitikken om nødvendigt tage luft ud af økonomien andre steder.

De voldsomme stigninger i prisen på energi kan skabe et pres for, at den økonomiske politik skal afbøde konsekvenserne for husholdningerne. Her bør subsidier eller afgiftsned sættelser undgås, da de vil forøge markedspriserne yderligere. De vil i stedet virke som en indkomstoverførsel til eksportørerne af energi, på bekostning af statsfinanserne i de importerende lande. Overførsler til husholdninger med lav indkomst som fx udbetalingen af den såkaldte varmecheck i februar, er et hensigtsmæssigt værktøj på kort sigt, da det sigter mod at understøtte forbrugsmulighederne bredt. Sådanne overførsler bør dog være under forudsætning af, at situationen er exceptionel, da en forventning om gentagne udbetalinger vil svække tilskyndelsen til at skifte væk fra fx gas. En langsigtet holdbar løsning er at omstille til billigere energiformer og energieffektivisere.

Udfordringer med kapacitetspres kan hurtigt vende tilbage

Den økonomiske udvikling er skiftet hurtigt med afsæt i de særlige begivenheder de seneste år, og det giver betydelige udfordringer for den økonomiske politik. Hvis afmatningen i international økonomi viser sig kortvarig, vil det aktuelle kapacitetspres i dansk økonomi hurtigt kunne vende tilbage, og den økonomiske politik vil igen i større grad skulle håndtere en økonomi i højkonjunktur. Flere års forbedringer af lønkonkurrenceevnen og store opsparinger i den private sektor giver et godt afsæt for at håndtere et højt indenlandsk kapacitetspres. En forværring af lønkonkurrenceevnen giver således ikke i sig selv en betydelig risiko for et selvstændigt dansk konjunkturomslag. Derfor er der plads til, at de danske lønninger i en overgangsperiode stiger mere end de udenlandske.

Højere lønstigninger er en naturlig del af økonomiens tilpasningsmekanisme og bidrager til en effektiv allokering af ressourcer. Men en hurtig og kraftig forværring af lønkonkurrenceevnen kan omvendt lede til, at mange konkurrenceudsatte virksomheder mister kunder og ordrer samtidigt. Det kan medføre, at meget produktionsapparat bliver overflødigt, eller at mismatch på arbejdsmarkedet øges, hvis den frigjorte arbejdskraft fra konkurrenceudsatte virksomheder ikke har de kompetencer, der er behov for i de dele af økonomien, hvor der stadig efterspørges arbejdskraft. En hurtig og kraftig forværring af lønkonkurrenceevnen vil gøre økonomien mere sårbar ved et internationalt konjunkturomslag. Derfor kan det være hensigtsmæssigt at mindske risikoen for en stor forværring af lønkonkurrenceevnen.

Behovet for at dæmpe kapacitetspreset forstærkes, hvis der samtidig sker et skred i retning af et gældsrevet forbrugsopsving, som lægger yderligere pres på arbejdsmarkedet. Husholdningernes mulighed for at øge gælden er hovedsageligt knyttet til boligmarkedet. Markante prisstigninger på boliger under pandemien giver store friværdier, som husholdningerne kan belåne, hvis de ønsker at omsætte nogle af de seneste års formuestigninger til højere forbrug. Husholdningernes låntagning i forbindelse med låneomlægninger eller via optagelse af tillægslån har været uændret hen over pandemien, og husholdningernes samlede låntagning er fortsat moderat.⁴ Aktuelt er der således ikke tegn på en usund udvikling i husholdningernes gældsætning, og over det seneste halve år er stigningerne i boligpriser aftaget i forhold til under pandemien, mens fremgangen i det private forbrug er aftaget igen på den anden side af genåbningen.

4 Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Centrale økonomiske størrelser i hovedscenariet

Tabel 2

Realvækst i forhold til året før	2021	2022	2023	2024
BNP (real), pct.	4,1	2,1	2,1	1,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.060	3.141	3.140	3.150
Ledighed, brutto, 1.000 personer	106	69	74	76
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,3	7,0	6,8	7,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,1	1,7	1,6	1,8
Huspriser ¹ , pct., år-år	10,9	3,6	1,7	2,1
Forbrugerpriser, pct., år-år	1,9	4,9	1,4	2,2
Timeløn ² (industrien), pct., år-år	2,7	3,6	3,8	3,4

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Nominelle priser på enfamiliehuse.

2. Danmarks Statistiks implicite lønindeks.

4 Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Aktuelle drivkræfter i dansk og international økonomi

Global økonomi rammes efter Ruslands angreb på Ukraine

Side 8

Høj inflation er drevet af store udsving i verdensøkonomien

Side 12

Stramme arbejdsmarkeder giver højere lønstigninger

Side 19

Angrebet på Ukraine dæmper efterspørgslen i dansk økonomi

Side 25

Sunde balancer gør Danmark mere robust

Side 30

Vækstudsigterne for dansk økonomi præges af nedadrettede risici

Side 32

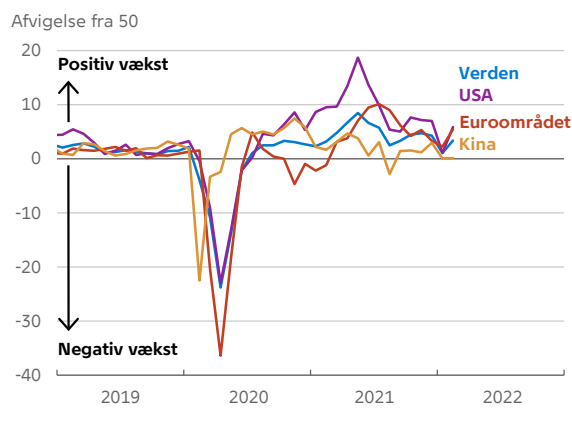
Global økonomi rammes efter Ruslands angreb på Ukraine

Nye udfordringer for verdensøkonomien efter Ruslands invasion af Ukraine

Ruslands invasion af Ukraine er på kort tid blevet en destabiliserende faktor for verdensøkonomien. Angrebet i februar og den efterfølgende implementering af en række internationale sanktioner mod Rusland kan skabe mærkbare forstyrrelser af energiforsyning, produktion og handel med negative konsekvenser for virksomhedernes og husholdningernes økonomi. Forstyrrelserne kommer på et tidspunkt, hvor fremgangen i den globale økonomi ellers var taget til igen, efter at smittebølger knyttet til omikron-varianten forsinkede genopretningen hen over vinteren. Erhvervstilliden, målt ved PMI-indekset, pegede før Ruslands angreb på Ukraine på solid global vækst i februar efter et dyk i begyndelsen af året, se figur 4.

Erhvervstillid peger på solid global vækst frem til Ruslands invasion af Ukraine

Figur 4



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

Udgangspunktet for økonomierne i Danmark, USA og euroområdet før krigen i Ukraine var noget forskelligt. I 4. kvartal 2021 var BNP i Danmark knap 4 pct. højere end før pandemien, mens det i USA var ca. 3 pct. over, og i euroområdet omtrent tilbage på udgangspunktet, se figur 5. Det er især det private forbrug, som har udviklet sig stærkere i Danmark end i euroområdet, bl.a. på grund af udbetalingen af indefrosne feriepenge. Høj aktivitet i byggeriet og industrien har også medvirket til, at den danske produktion har klaret sig bedre end i euroområdet under pandemien og frem til krigen i Ukraine.

Globale vækstudsigter rammes efter Ruslands invasion af Ukraine

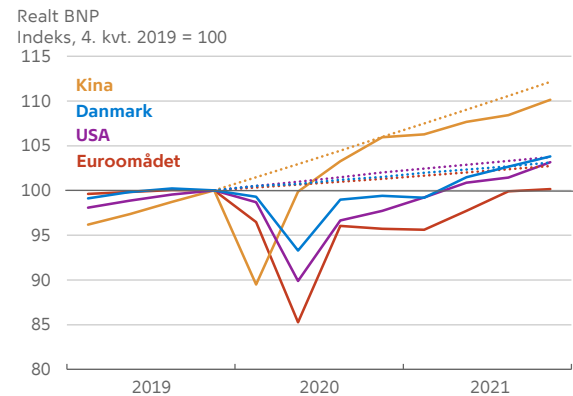
Der er på nuværende tidspunkt stor usikkerhed om størrelsen og varigheden af de afledte globale økonomiske konsekvenser af Ruslands angreb på Ukraine. I udgangspunktet forudsættes fortsat fremgang i verdensøkonomien de kommende år, omend den globale BNP-vækst skønnes at aftage i forhold til 2021 på grund af bl.a. krigen i Ukraine og en mindre ekspansiv finanspolitik i USA.

I marts offentliggjorde ECB ud over sin prognose en række mulige scenarier for BNP-væksten i euroområdet, da der er stor usikkerhed om de makroøkonomiske konsekvenser af krigen i Ukraine. Scenarierne adskiller sig ved at have forskellige forudsætninger om bl.a. energipriser, sanktioner, pres på forsyningskæder og omfanget af negative tillidseffekter. Der kan argumenteres for, at den seneste udvikling i Ukraine er rykket tættere på ECB's negative risikoscenarie end deres prognose, som blev udarbejdet d. 2. marts og derfor ikke fuldt ud indeholder bl.a. den efterfølgende eskalering af sanktioner og energiprisstigninger. I dette risikoscenarie venter ECB en BNP-vækst i euroområdet på 2,5 pct. i 2022, hvilket er 1,7 procentpoint mindre end skønnet i december 2021, se figur 6.

Fleire udenlandske centralbanker har enten påbegyndt eller er rykket nærmere en gradvis tilbagerulning af pengepolitiske stimuli. I USA er tilbagerulningen af pengepolitiske stimuli længere fremme end i euroområdet, da prispresset og lønstigningerne er kraftigere.⁵ Set i et længere perspektiv er renterne

BNP er steget mere i Danmark end i euroområdet under pandemien

Figur 5

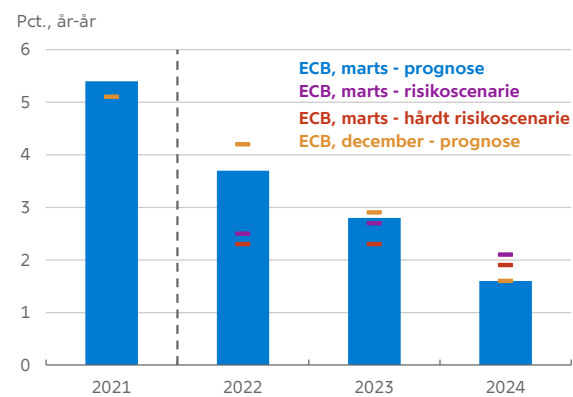


Anm.: De punkterede linjer angiver Den Internationale Valutafonds, IMF's, prognose fra januar 2020 før corona-udbruddet. For Danmark angiver de Nationalbankens prognose fra september 2019.

Kilde: Macrobond, IMF, Danmarks Statistik og egne beregninger.

ECB venter svagere BNP-vækst i euroområdet efter krigen i Ukraine

Figur 6



Anm.: For en beskrivelse af de forskellige scenarier, se ECB, *Staff macroeconomic projection for the euro area*, marts 2022.

Kilde: ECB.

⁵ Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Forudsætninger for prognosens hoved- og risikoscenarie

Tabel 3

	Hovedscenarie			Risikoscenarie		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Eksportmarkedsvækst (pct.)	3,8	3,9	3,2	1,8	3,9	3,9
Oliepris (dollar pr. tønde)	105	91	83	148	125	95
Gaspris (euro pr. MWh ¹)	144	72	52	204	99	60
Elpris (euro pr. MWh)	93	47	48	123	64	53
Effekt på forbruger- og erhvervstillid fra øget usikkerhed (effekt på BNP-vækst, procentpoint)	-0,2	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,2

Anm.: Olie-, gas- og elpriser i hovedscenariet følger et 7-dages gennemsnit af futurespriser fra 4.-10. marts.

¹. MWh = Megawatt-timer.

dog fortsat lave, og stigende forventninger til inflationen har holdt realrenterne nede. Det kan bidrage til, at de finansielle forhold fortsat understøtter aktiviteten i international og dansk økonomi.

Hovedscenariet i nærværende prognose for dansk økonomi læner sig op ad en række af de foreliggende, foreløbige vurderinger fra internationale organisationer, bl.a. ECB, om globale vækstudsigtter efter krigen i Ukraine. Krigen forventes som udgangspunkt at have en mærkbar effekt på aktiviteten herhjemme, særligt som følge af at europæisk økonomi taber momentum, men det ændrer ikke det grundlæggende billede af, at der er fremgang på de danske eksportmarkeder. Det forudsættes konkret, at eksportmarkedsvæksten stiger med 3,8 pct. i 2022, 3,9 pct. i 2023 og 3,2 pct. i 2024, se tabel 3.

En drivkraft for efterspørgslen både herhjemme og i udlandet er prisudviklingen, der udhuler husholdningernes købekraft. Det skyldes særligt de store prisstigninger på olie, el og gas de seneste måneder. I prognosen lægges et gennemsnit af futurespriser fra 4. til 10. marts til grund for det videre forløb.

Desuden forudsættes den øgede usikkerhed blandt virksomheder og husholdninger, der er opstået som følge af den nye geopolitiske situation, at lægge en dæmper på investerings- og forbrugslysten.⁶ Konkret er det antaget, at øget usikkerhed påvirker forbruget og investeringer med en effekt svarende til halvdelen af den skønnede effekt fra terrorangrebet på World Trade Center 11. september 2001.⁷ Omvendt er der i kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine lagt op til tiltag i Europa, som vil stimulere efterspørgslen, bl.a. målrettet energiomstilling. I prognosen for dansk økonomi er disse tiltag ikke indregnet i den udenlandske efterspørgsel, da en konkret aftale ikke foreligger.

Risikoen for et mere afdæmpet vækstforløb er imidlertid til stede. Risikoen er i særlig grad knyttet til den geopolitiske situation og de afledte konsekvenser på energipriserne. I et risikoscenarie, hvor der antages et forsyningsstop af russisk olie og gas til Danmark og resten af verden, kan dansk BNP-vækst reduceres med yderligere 1,2 procentpoint i år. Den reducerede vækstforventning skyldes bl.a. svagere efterspørgsel på eksportmarkederne og forøget usikkerhed blandt virksomheder og husholdninger, se boks 1.

⁶ Se fx Fernandez-Villaverde mfl., *Risk Matters: The Real effects of volatility shocks*, 2011. Bernanke, *Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment*, 1983, argumenterer for, at højere usikkerhed får virksomheder til at udskyde investeringer, indtil fremtiden igen er mere sikker.

⁷ Målt ved ændringen i Nationalbankens og Børsens usikkerhedsindeks. Se Bess mfl., *Uncertainty and the Real Economy: Evidence from Denmark*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 165, november 2020.

Et pludseligt forsyningsstop af russisk gas og olie til Danmark og resten af verden kan reducere væksten i dansk økonomi med yderligere 1,2 procentpoint i år

Boks 1

Et pludseligt stop af salg af russisk gas og olie til Danmark og resten af verden er et risikoscenarie, som vil have store økonomiske konsekvenser. Beregninger på bl.a. Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, peger på, at et sådant scenarie kan sænke dansk BNP-vækst med yderligere 1,2 procentpoint til 0,9 pct. i år, se figur A. Inflationen herhjemme stiger i dette scenarie med ca. 4 procentpoint yderligere til 8,8 pct. i år.

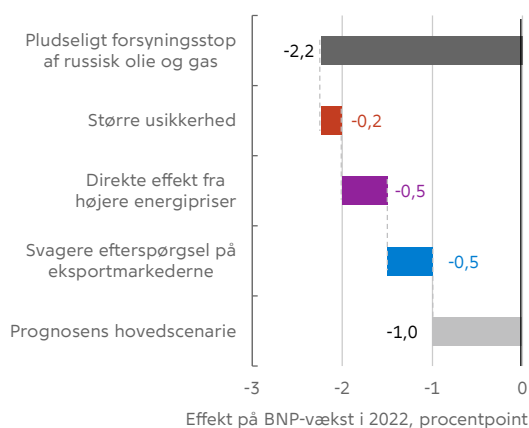
Et pludseligt forsyningsstop vil slå ud i højere råvarepriser. De højere priser øger produktionsomkostningerne for virksomhederne og svækker husholdningernes købekraft både herhjemme og i udlandet. Det lægges til grund, at et verdensomspændende forsyningsstop af russisk olie vil få olieprisen til at stige til 148 dollar pr. tønde i gennemsnit i 2022 for derefter at falde til 125 dollar pr. tønde i 2023 og 95 dollar pr. tønde i 2024.¹ En delvis tilsvarende stigning forudsættes for gas- og elpriserne. Særligt den europæiske økonomi vil rammes hårdt, da et pludseligt forsyningsstop af gas fra Rusland ikke kun vil medføre højere råvarepriser, men efter alt at dømme også en situation, hvor gas må rationeres. På kort sigt vil det begrænse industriproduktionen i Europa og dæmpe efterspørgslen på de danske eksportmarkeder yderligere. Samlet set forventes kombinationen af højere råvarepriser og rationering af gas at dæmpe væksten på de danske eksportmarkeder med yderligere 2 procentpoint til 1,8 pct. i år.²

En optrapning af de geopolitiske og økonomiske spændinger mellem Rusland og Vesten øger samtidig usikkerheden om de økonomiske fremtidsudsigter betydeligt. Stor usikkerhed kan gøre virksomheder tilbageholdende med investeringer og få husholdninger til at udskyde forbrug. I et scenarie med et pludseligt forsyningsstop lægges til grund, at usikkerheden stiger meget markant, hvilket yderligere

dæmper forbrug og investeringer i Danmark. Konkret er det antaget, at øget usikkerhed påvirker forbruget og investeringer med en effekt tilsvarende den skønnede effekt fra terrorangrebet på World Trade Center 11. september 2001.³

Det tilbageslag, som et pludseligt forsyningsstop vil medføre for verdensøkonomien, må forventes delvist at kunne modgås med økonomisk politik, der stimulerer efterspørgslen. I både prognosen og dette risikoscenarie er der ikke indregnet økonomisk politik, som endnu ikke er vedtaget eller aftalt konkret.⁴

Figur A
Et pludseligt forsyningsstop fra Rusland kan reducere dansk vækst yderligere



Kilde: Egne beregninger.

- Den antagede olieprisstigning er bl.a. kalibreret ud fra kørsler på Den Internationale Valutafonds model Global Integrated Monetary and Fiscal Model og ud fra sandsynlighedsfordelingen udledt fra optionspriser på olie.
- Den globale vækst antages at reduceres med yderligere 1,3 procentpoint. Effekterne er baseret på bl.a. Den Europæiske Centralbank, Global implications of low oil price, *Economic Bulletin*, nr. 4, boks 1, 2016. Der forudsættes en elasticitet fra global vækst til dansk eksportmarkeds-vækst på 1,5. Der er ikke indregnet direkte effekter af rationering af dansk produktion, men størstedelen af effekten vurderes at slå igennem fra den yderligere svækkelse af efterspørgslen på eksportmarkederne.
- Effekterne på det private forbrug og erhvervsinvesteringer estimeres på baggrund af en strukturel VAR-model, hvori Nationalbankens og Børsens usikkerhedsindeks indgår. Se Bess mfl., Uncertainty and the Real Economy: Evidence from Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 165, november 2020.
- Fra aftalen *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* er indregnet de 3,5 mia. kr. i 2022 og 2023, mens løftet af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP frem mod 2033 samt udgifter rettet mod at opnå uafhængighed af russisk gas i Danmark og Europa ikke er indregnet.

Høj inflation er drevet af store udsving i verdensøkonomien

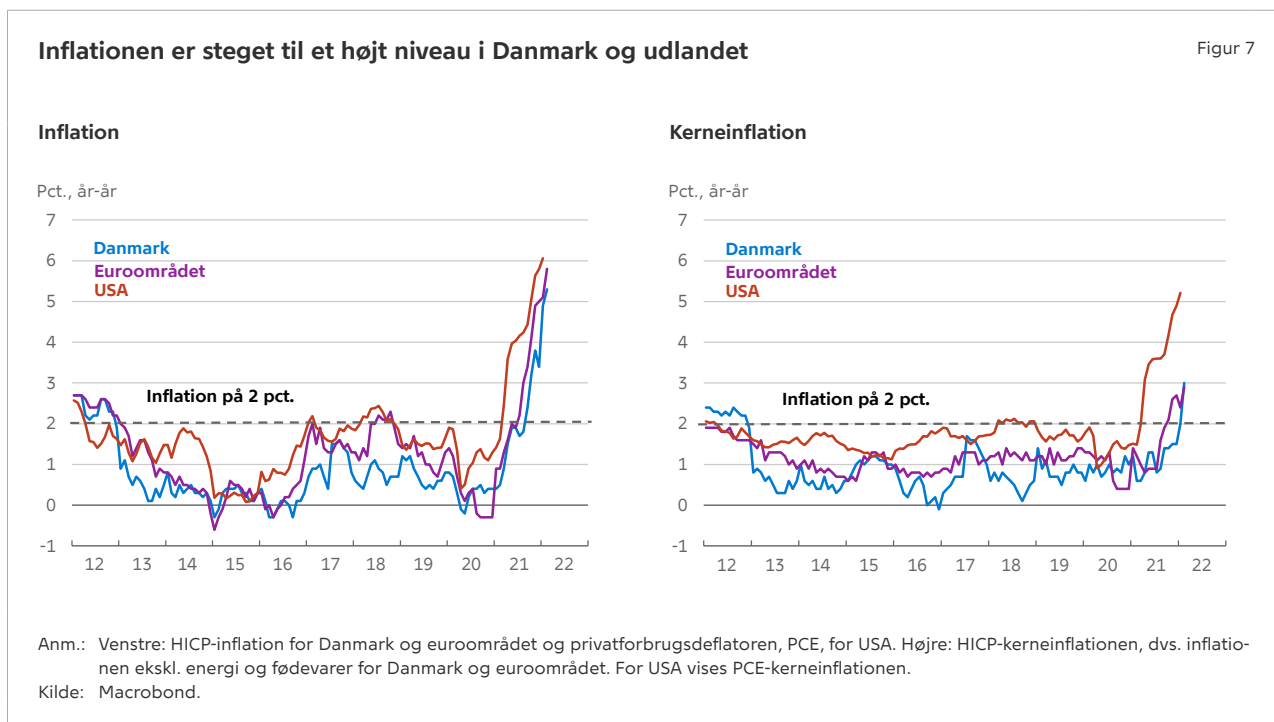
Vejen ud af pandemien skaber pres flere steder i global økonomi

Inden krigen i Ukraine har den globale økonomiske genopretning efter tilbageslaget under pandemien været kendetegnet ved, at udbuddet i nogle dele af økonomierne ikke kunne følge med den kraftige efterspørgsel, bl.a. på grund af store finans- og pengepolitiske stimuli. Forbrugerpriserne stiger i øjeblikket på grund af kombinationen af fremgang på arbejdsmarkedene, høje energipriser og stigende omkostninger hos virksomhederne. På tværs af lande var inflationen allerede før Ruslands invasion af Ukraine på det højeste niveau i flere årtier. Efter det russiske angreb i februar er priserne på energi, fødevarer og metaller øget mærkbart, og det vil få stigningerne i forbrugerpriserne til at øges yderligere de kommende måneder.

Forbrugerpriserne herhjemme og globalt har stor betydning for dansk økonomi, da de bl.a. påvirker husholdningernes forbrug og renteniveauet. Det forventes, at nogle af drivkræfterne bag de høje forbrugerprisstigninger i Danmark er af midlertidig karakter, men at kerneinflationen de kommende år bliver højere end i årene før pandemien. På kort sigt er de høje energiprisstigninger i lyset af krigen i Ukraine afgørende for udviklingen i forbrugerpriserne, bl.a. fordi de giver et indirekte prispres på andre varer fra øgede omkostninger hos virksomhederne.



Nogle af drivkræfterne bag de aktuelt høje stigninger i forbrugerpriserne er af midlertidig karakter, men kerneinflationen i Danmark bliver højere de kommende år end før pandemien.



Over de kommende år skønnes kerneinflationen at tage til i forhold til årene før pandemien, i takt med at det stramme arbejdsmarked sætter sig i lønningerne, og de meget høje stigninger i producentpriser gradvist væltes over på forbrugerne.

Kerneinflationen i Danmark er øget i takt med det stigende pres på økonomien

I Danmark er forbrugerprisstigningerne taget til igennem 2021 og var i februar 5,3 pct. år-år målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, se figur 7. Stigningen kan især tilskrives højere priser på energi, som forklarer ca. halvdelen af de samlede prisstigninger. Kerneinflationen er også steget på grund af bl.a. det høje kapacitetspres i økonomien, men er stadig lavere end i USA, se boks 2. Ser man bort fra energi og uforarbejdede fødevarer, steg de danske forbrugerpriser 3 pct. år-år i februar. Antallet af priskategorier i HICP-indekset, som stiger mere end 2 pct. år-år, er øget betydeligt det seneste år og tyder på, at prisstigningerne er bredt funderede.

Energipriser trækker forbrugerprisstigningerne kraftigt op

Priserne på energi er øget betydeligt det seneste år, se figur 8. Allerede før Ruslands invasion af Ukraine var gasprisen steget ekstraordinært i Europa, da lagrene var lave i EU på grund af bl.a. lavere leverancer fra Rusland. Krigen i Ukraine har udfordret den fremtidige energiforsyning og ført til mærkbare

stigninger og udsving i gasprisen siden februar, da ca. 40 pct. af forbruget i EU før krigen blev importeret fra Rusland.

Krigen i Ukraine har også ført til markante stigninger i olieprisen, da Rusland står for ca. 11 pct. af den globale olieproduktion, og USA og Storbritannien samt adskillige olieselskaber har boykottet russisk olie. Disse stigninger kommer oven i, at olieprisen allerede var steget en del i året op til Ruslands angreb, bl.a. drevet af den hastige genopretning af verdensøkonomien og en produktion, som samtidig reagerede trægt på de højere priser. Den træge reaktion i produktionen hænger sammen med, at investeringerne i olieudvinding over en årrække er faldet, muligvis fordi den grønne omstilling fremadrettet forventes at gøre investeringer i udvinding af fossile brændstoffer mindre rentable.

De kraftige prisstigninger på bl.a. olie og gas påvirker forbrugerpriserne både direkte gennem højere priser på energiprodukter og indirekte via højere omkostninger hos virksomhederne og dermed priser på andre varer. Derudover kan det føre til 2.-runde-effekter, hvis fx høje energipriser påvirker forventninger til fremtidig løn eller dæmper husholdningernes efterspørgsel.

De danske forbrugerpriser på energi er steget mere end i euroområdet det seneste år, især på gas og

elektricitet. Det taler for, at gennemslaget fra højere råvarepriser til forbrugerpriserne er sket forholdsvis hurtigt i Danmark, bl.a. fordi priserne i en stor del af kontrakterne på energi tilpasses hurtigt. For eksempel justeres ca. 50 pct. af de danske forbrugerpriser på elektricitet hver måned, og yderligere 40 pct. en gang i kvartalet. Forbrugerprisen på gas opgøres i det danske forbrugerprisindeks kun ud fra kontrakter med variable priser. Højere råvarepriser på energi slår dog normalt ikke proportionalt igennem på forbrugerpriserne, da de også består af afgifter.

Der er tegn på et vist indirekte gennemslag på danske forbrugerpriser fra de høje energipriser. For eksempel er de olieprisfølsomme dele af kerneinflationen steget mere end den samlede kerneinflation i februar, se figur 9. De indirekte priseffekter fra brug af energi i produktionen kan tage til, hvis gas- og oliepriserne bliver på et højt niveau.⁸

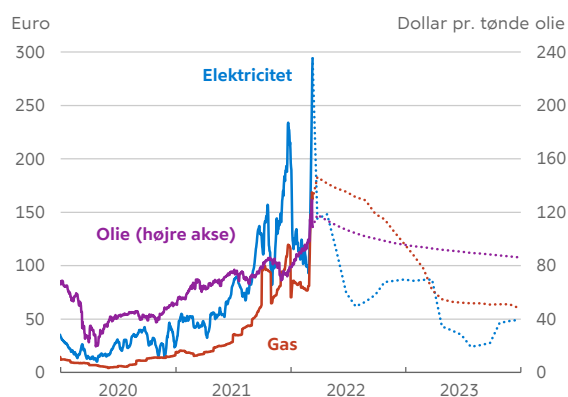
Der er betydelig usikkerhed forbundet med udsigterne for energipriserne efter Ruslands invasion af Ukraine. I prognosen tages udgangspunkt i futurespriserne på olie, som aftager lidt igennem resten af 2022 efter de store stigninger siden februar. Fremskrivningen af forbrugerpriserne på energi i prognosen suppleres også med et skøn for forbrugerprisen på gas og el ud fra futurespriser. Konkret betyder det, at gasprisen forudsættes at forblive høj igennem 2022, mens prisen på elektricitet forudsættes at falde. Forudsætningerne indebærer, at årsstigningstakten på energipriser i forbrugerprisindekset i prognosen topper i foråret 2022 for derefter at aftage gradvist igennem resten af året fra det høje niveau, se figur 10.

Højere producentpriser væltes med tiden over på forbrugerne

Der er kraftigt pres på både de tidlige og senere dele af prissætningskæden i Danmark og udlandet, bl.a. fordi stigende råvarepriser har øget virksomhedernes omkostninger, se figur 11. I USA og euroområdet er

Energipriserne er steget betydeligt

Figur 8



Anm.: Elprisen henviser til den gennemsnitlige pris på Nordpool målt som et 14-dages glidende gennemsnit. Gasprisen er prisen på TTF-naturgas, og olieprisen er prisen på en tønde Brentolie. Punkterede linjer angiver futurespriser.

Kilde: Macrobond.

Prispresset er lavere i Danmark end i USA

Boks 2

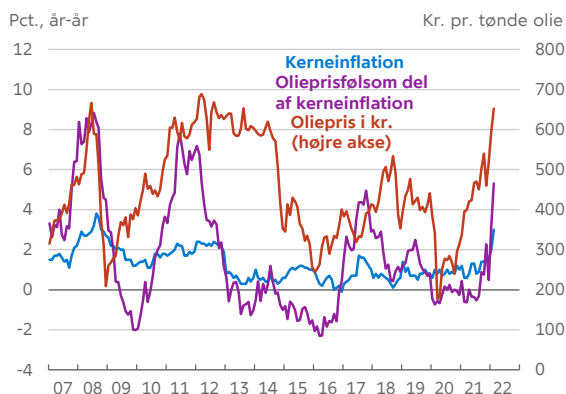
Det underliggende prispress er markant lavere i Danmark end i USA, selvom fremgangen i det private forbrug har været omtrent lige så kraftig under pandemien, se figur 7. De lavere forbrugerprisstigninger i Danmark i forhold til i USA dækker især over, at priserne på transport, fx biler, er steget meget kraftigt i USA, men ikke i Danmark. Det taler for, at presset på globale forsyningskæder er slået kraftigere igennem på de amerikanske forbrugerpriser, da transport i særlig høj grad er berørt af fx materialemangel og logistikudfordringer. Forbrugerprisstigningerne på restaurant- og hotelbesøg har også været betydeligt større i USA, bl.a. fordi høje lønstigninger i denne branche har øget omkostningerne.¹ Profitkvoten pr. produceret enhed er øget betydeligt mere i USA end i Danmark under pandemien. Det taler for, at amerikanske virksomheder i højere grad har været i stand til at sætte priserne op, hvilket også kan have bidraget til større forbrugerprisstigninger i forhold til i Danmark.

⁸ En beregning baseret på input-output-tabeller indikerer, at en permanent stigning i olieprisen på 50 pct. på lang sigt, dvs. i ligevægt, løfter forbrugerpriserne med 1,2 pct., hvoraf 0,7 procentpoint kan henføres til indirekte priseffekter fra brug af energi i produktionen. Tilsvarende peger beregningen på, at en permanent stigning i gasprisen på 50 pct. øger forbrugerpriserne med 0,15 pct. på sigt, hvoraf omtrent en tredjedel er indirekte effekter. Beregningen bygger på metoden i Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Faldende olie- og forbrugerpriser, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 1. kvartal 2015*, marts 2015.

¹ For at kunne sammenligne forbrugerprisstigningerne i USA og Danmark direkte tages i denne boks udgangspunkt i Eurostats opgørelse af det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, for både USA og Danmark og ikke den amerikanske privatforbrugsdeflator, PCE, som ellers er den amerikanske centralbanks, Federal Reserves, foretrukne inflationsbegreb for USA. I december 2021 var årsstigningstakten i HICP-indekset fx på 8,1 pct. i USA og 3,4 pct. i Danmark, dvs. en forskel på 4,7 procentpoint. Heraf skønnes et lavere bidrag fra transportpriser i Danmark at forklare 3,4 procentpoint af forskellen, mens lavere prisstigninger inden for hotel- og restaurationsbranchen forklarer 0,6 procentpoint. Den resterende del kan tilskrives prisudviklingen på en bred vifte af varer og tjenester.

Høje energipriser øger indirekte forbrugerpriserne i Danmark

Figur 9



Anm.: De olieprisfølsomme dele af kerneinflationen består af de priser, som påvirkes af udsving i olieprisen, bl.a. transport og gartnerierprodukter. For en nærmere definition, se Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Faldende olie- og forbrugerpriser, *Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt 1. kvartal 2015*, marts 2015.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

presset på producentpriserne endnu kraftigere end i Danmark, hvilket bl.a. påvirker danske importpriser. De højere producentpriser herhjemme og i udlandet vil med tiden blive væltet over på forbrugerpriserne og især varepriserne. Ruslands invasion af Ukraine har ført til kraftige prisstigninger på visse metaller og fødevarer, da området står for en stor del af verdens produktion af udvalgte råvarer. Det kan føre til yderligere stigninger i producentpriserne.

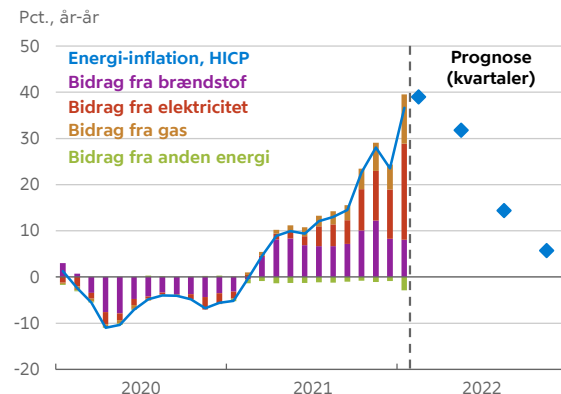
Modelberegninger peger på, at pres på globale forsyningskæder ved udgangen af 2021 har øget vareinflationen i både Danmark og udlandet, se boks 3. Hvis Ruslands invasion af Ukraine fører til flere forstyrrelser af handel og produktion eller mangel på metaller og fødevarer, kan denne effekt på forbrugerpriserne være ved i noget tid endnu.

Kerneinflationen afløser energiprisernes rolle som drivkraft for inflationen i Danmark

I Danmark er der udsigt til, at flere drivkræfter bag de i øjeblikket høje forbrugerprisstigninger gradvist bøjer af, men at kerneinflationen samtidig stiger mere de kommende år end før pandemien. De næste år vil inflationen især blive drevet af det stramme arbejdsmarked, højere lønstigninger og de store producentprisstigninger, som ventes at blive væltet over på forbrugerne med en vis forsinkelse.

Energipriser ventes at trække inflationen ned

Figur 10

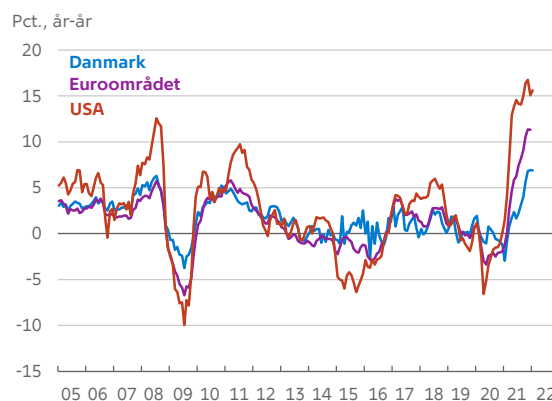


Anm.: Figuren viser energipriserne i HICP-indekset på månedsfrekvens og Nationalbankens prognose for energipriser på kvartalsfrekvens.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Producentpriser peger på kraftigt pres tidligt i prissætningskæden

Figur 11



Anm.: Producentpriser i industrien, samlet produktion til både hjemmemarked og eksportmarked.

Kilde: Macrobond og OECD.

I prognosen skønnes forbrugerpriserne i Danmark at stige 4,9 pct. i 2022 på grund af bl.a. de store prisstigninger på energi, se figur 12. Næste år ventes inflationen at falde til 1,4 pct., fordi energipriserne med udgangspunkt i markedsforventningerne til fremtidige priser på olie, gas og elektricitet forudsættes at trække forbrugerprisstigningerne ned. Efter at energipriserne falder tilbage i 2023, forudsættes de at stabilisere sig på et leje, der fortsat er højt i et længere tidsperspektiv. Det bidrager til at øge prisstigningstakten i forbrugerpriserne til 2,2 pct. i 2024.

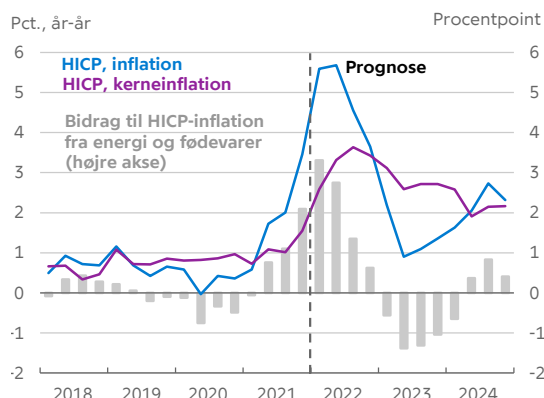
Kerneinflationen i Danmark skønnes i prognosen at stige til lidt over 3 pct. i 2022. Det afspejler, at virksomhedernes omkostninger til højere råvarepriser og lønstigninger forventes gradvist at blive væltet over i forbrugerpriserne. De følgende år vil kerneinflationen falde gradvist til lidt over 2,5 pct. i 2023 og lidt over 2 pct. i 2024, efterhånden som lavere energi- og råvarepriser dæmper presset på virksomhedernes omkostninger.

Ligesom i Danmark er der i euroområdet udsigt til høj inflation i år. ECB skønner i sit centrale forløb baseret på information frem til 2. marts, at forbrugerpriserne i euroområdet stiger med 5,1 pct. i 2022, 2,1 pct. i 2023 og 1,9 pct. i 2024. Det forventede fald i prisstigningstakten de kommende år dækker over, at stigningerne i energipriser forudsættes at bøje af over tid. Derudover ventes kerneinflationen i euroområdet at stige til 2,6 pct. i år, hvorefter den aftager til 1,9 pct. i 2024, i takt med at bl.a. de indirekte prisseffekter fra energi og pres på forsyningskæder bøjer af. Ifølge ECB er der på kort sigt opadgående risici for prisudviklingen i euroområdet, og energipriserne er steget yderligere efter udarbejdelsen af deres prognose.

Velforankrede inflationsforventninger er afgørende for, at de aktuelle prisstigninger stabiliserer sig på sigt og ikke giver anledning til en løn-pris-spiral. I Danmark er husholdningernes forventninger til prisstigningerne over de næste 12 måneder steget og lå i december på 3,7 pct. år-år efter en længerevarende periode med inflationsforventninger lidt under 2 pct., se figur 13. Hvis de høje inflationsforventninger varer ved, er der risiko for, at det påvirker forventninger til bl.a. løndannelse og dermed skaber et selvforstærkende pres på priserne. Erfaringerne viser dog, at husholdningernes kortsigtede inflationsforventninger ofte reagerer på de aktuelle forbrugerprisstigninger og derfor også kan falde hurtigt igen.

Udsigt til højere kerneinflation i Danmark de kommende år

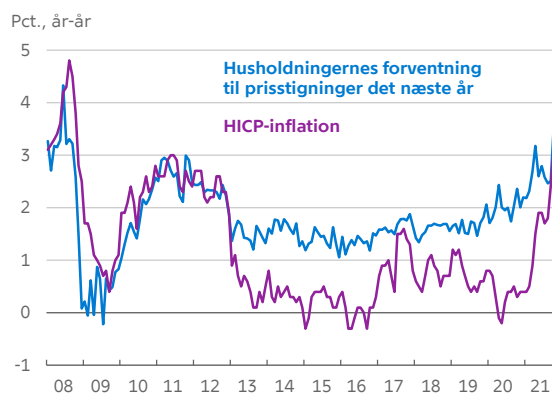
Figur 12



Anm.: Kerneinflationen viser HICP-indeksset ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.
 Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Husholdningerne i Danmark venter høje prisstigninger det næste år

Figur 13

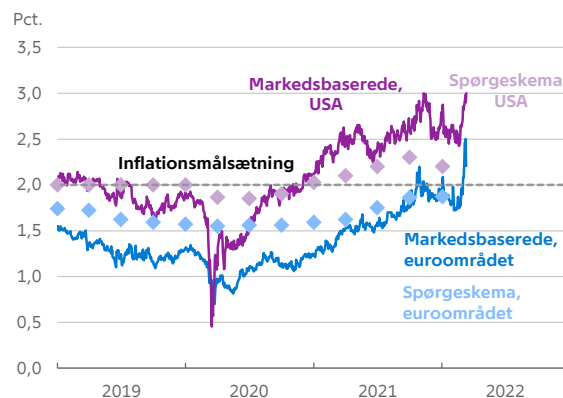


Anm.: Husholdningernes spørgeskemabaserede inflationsforventninger til de næste 12 måneder vægtes efter forskellen mellem den faktiske og opfattede inflation, dvs. at husholdninger, som hverken over- eller undervurderer de faktiske prisstigninger, tildeles en højere vægt.
 Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

I USA og euroområdet peger de markedsbaserede indikatorer på, at forventningerne til inflationen over de næste 5-10 år er steget betydeligt efter Ruslands invasion af Ukraine, se figur 14.

Langsigtede inflationsforventninger er steget i USA og euroområdet efter Ruslands invasion af Ukraine

Figur 14



Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger er baseret på en 5 år-5 år inflationsswap. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for euroområdet henviser til de langsigtede inflationsforventninger i Den Europæiske Centralbanks, ECB's, Survey of Professional Forecasters, mens der for USA vises inflationsforventningerne over de næste 5-10 år fra den amerikanske centralbanks, Fed's, Survey of Professional Forecasters.

Kilde: Macrobond og Refinitiv Eikon.

Pres på globale forsyningskæder har presset vareinflationen op i Danmark og udlandet

Boks 3

Kombinationen af en høj global vareefterspørgsel understøttet af finanspolitiske stimuli i bl.a. USA og pandemirelaterede nedlukninger har skabt et kraftigt pres på de globale forsyningskæder, se figur A. For eksempel melder virksomheder på tværs af lande om mangel på materialer, utilstrækkelige lagre, lange leveringstider og stigende priser på input i produktionen. I denne boks analyseres det, om pres på de globale forsyningskæder har haft en effekt på forbrugerpris-inflationen i Danmark og udlandet.

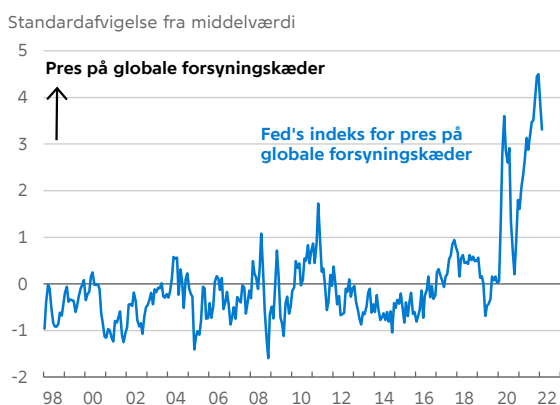
For at få en indikation af, om pres på de globale forsyningskæder har haft betydning for forbrugerpriserne, opstilles en økonometrisk model med henblik på at estimere sammenhængen med inflationen, se anmærkning til figur for en beskrivelse af metoden. Modelberegningen peger på, at pres på globale forsyningskæder har øget årsprisstigningstakten på varige forbrugsgoder med ca. 5 procentpoint i USA i 4. kvartal 2021, se figur B. I både Danmark og euroområdet er effekten mindre og udgør ca. 2 procentpoint. Den større estimerede effekt i USA end i Danmark skal bl.a. ses i sammenhæng med, at der i USA har været en kraftigere prisudvikling på transport, bl.a. biler. Transportbranchen har i særlig høj grad været udfordret af forsyningskæder under pandemien. I Danmark er der et negativt bidrag fra andre forhold til prisstigningstakten på varige forbrugsgoder, dvs. at en del af prisudviklingen ikke umiddelbart kan forklares ud fra modellens opgørelse af

pres på arbejdsmarkedet eller globale forsyningskæder. Det kan fx skyldes, at danske virksomheder i højere grad har absorberet øgede omkostninger i deres profitmarginen.

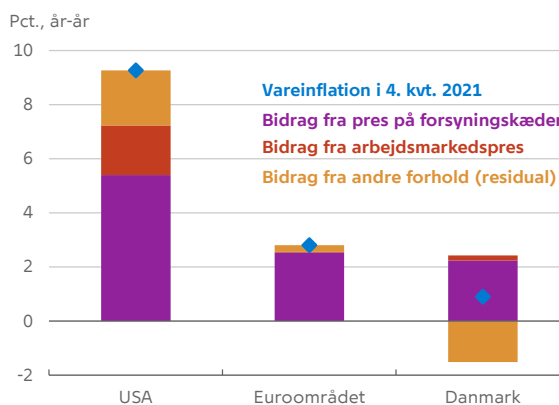
Varige forbrugsgoder, som udgør knap 14 pct. af vægten i det samlede forbrugerprisindeks i Danmark, er kendetegnet ved, at de produceres globalt og derfor i større udstrækning end andre priser i forbrugerprisindekset er eksponeret for udfordringer i fx logistik. Det taler for, at pres på forsyningskæder i udgangspunktet har en mindre effekt på det generelle prisniveau end på varepriser. For eksempel udgør tjenester 42 pct. af vægten i det samlede forbrugerprisindeks i Danmark, og de handles kun i mindre omfang globalt og påvirkes derfor ikke i samme grad af fx høje fragtrater. Den økonometriske analyse viser, at pres på forsyningskæderne ikke har en statistisk signifikant forklaringskraft på den danske kerneinflation, dvs. inflationen uden energi og uforarbejdede fødevarer. I USA kan preset derimod forklare ca. 2 procentpoint ud af den samlede årsstigningstakt i kerneinflationen på 4,3 pct. i 4. kvartal 2021.¹

Analysen i denne boks peger samlet set på, at pres på globale forsyningskæder har skubbet på forbrugerprisstigningerne på tværs af lande. Hvis Ruslands invasion af Ukraine fremadrettet giver nye forstyrrelser af handels- og produktionsmønstre, kan denne effekt på forbrugerpriserne være ved i noget tid endnu.

Figur A
Høj vareefterspørgsel og pandemi har skabt pres på globale forsyningskæder



Figur B
Forstyrrelser af globale forsyningskæder bidrager til høj vareinflation på tværs af lande



Anm.: Venstre figur: Indekset er baseret på en række indikatorer inkl. bl.a. transportomkostninger, fragtrater, leveringstider, efterslæb i produktionen og lageropbygning, se Benigno mfl., *A New Barometer of Global Supply Chain Pressures*, *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, januar 2022. Højre figur: Bidragene er beregnet som forskellen mellem den faktiske inflation og en kontrafaktisk inflation uden pres på globale forsyningskæder. Beregningen er baseret på en økonometrisk model med udgangspunkt i Phillips-kurven, hvor prisstigningstakten på varige forbrugsgoder forklares ud fra sit eget lag, et ledighedsgab og indekset for pres på globale forsyningskæder. Prisstigningstakten er opgjort med uændrede skatter i Danmark og euroområdet.

Kilde: Macrobond, Federal Reserve Bank of New York og egne beregninger.

1. Flere forhold kan bidrage til, at den estimerede effekt på kerneinflationen er større i USA end i Danmark, bl.a. den større indvirkning på varige forbrugsgoder eller hurtigere prisjusteringer efter omkostningsstigninger. Desuden svinger kerneinflationen mere i Danmark, hvilket gør det vanskeligere at identificere effekterne i en statistisk model.

Stramme arbejdsmarkeder giver højere lønstigninger

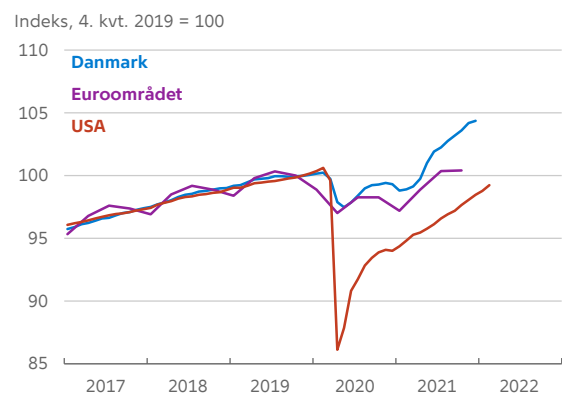
Beskæftigelsen i Danmark er højere end før pandemien

Beskæftigelsen er steget kraftigt i både Danmark og udlandet, i takt med at mange restriktioner til at inddæmme pandemien er løftet i løbet af 2021. Det er gået særlig stærkt i Danmark, hvor lønmodtagerbeskæftigelsen er 116.000 personer højere end før pandemien, svarende til 4,1 pct., se figur 15.

I euroområdet er beskæftigelsen omtrent tilbage på niveauet før pandemien, mens den fortsat er lidt over 1 pct. lavere i USA. Fremgangen i beskæftigelsen har betydet, at ledigheden er faldet på tværs af lande. I Danmark var bruttoledigheden 2,7 pct. af arbejdsstyrken i januar, og dermed lavere end før pandemien. I euroområdet faldt ledigheden til 6,8 pct. i januar, hvilket er det laveste niveau siden euroens indførelse, mens den i USA er på 3,8 pct. i februar og dermed kun lidt over det lave udgangspunkt før pandemien.⁹

Stor fremgang i beskæftigelsen i Danmark

Figur 15



Anm.: Lønmodtagerbeskæftigelse i Danmark, Labour Force Survey i euroområdet og non-farm payroll-beskæftigelsen i USA. Data for Danmark og USA er på månedsfrekvens. Data for euroområdet er på kvartalsfrekvens.

Kilde: Macrobond.

⁹ Den sammenlignelige ledighed i Danmark er 4,5 pct.

I Danmark er BNP 3,8 pct. højere end før pandemien, så udviklingen i BNP og beskæftigelse antyder en ret svag udvikling i produktiviteten i løbet af pandemien. Beregninger af BNP pr. beskæftiget kan imidlertid være påvirket af produktionsforstyrrelser og store forskydninger mellem (og inden for) brancher. Set i forhold til beskæftigelsen har værditilvæksten særligt udviklet sig svagt i nogle af de erhverv, der har været ramt af nedlukninger, og i den offentlige sektor. Flere forhold under pandemien har gjort det vanskeligere at drive virksomhed, og såfremt de ebber ud, er der potentiale for, at aktiviteten kan stige yderligere uden tilsvarende stigninger i beskæftigelsen.

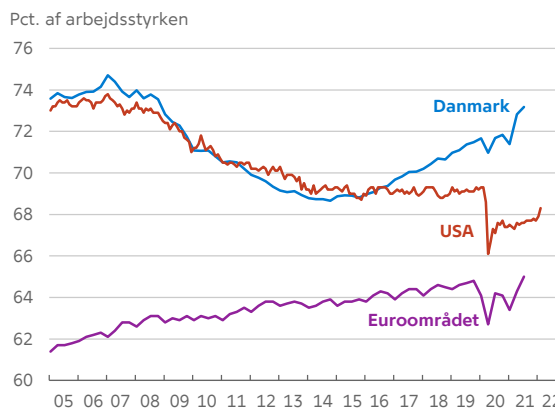
En opgørelse af produktiviteten bør imidlertid tage afsæt i præsterede timer for at tage højde for ændret arbejdstid.¹⁰ Her viser den foreløbige opgørelse også, at timeproduktiviteten i særligt den offentlige sektor er reduceret under pandemien. Det skal dels ses i sammenhæng med, at mange har været ansat til vaccination og test, og dels at de opgaver, som den offentlige sektor varetager, kræver tæt kontakt og derfor har været vanskelige at udføre lige så effektivt som før pandemien.¹¹ I den private sektor som helhed er fremgangen i timeproduktiviteten bremsset lidt op under pandemien, mens den i fremstillingssektorerne til gengæld er fortsat uhindret.

Arbejdsmarkedet er strammet til både i Danmark og udlandet

I USA er presset på arbejdsmarkedet noget kraftigere, end udviklingen i beskæftigelsen tilsiger. For eksempel er der ekstraordinært mange frivillige opsigelser og ledige stillinger i forhold til antallet af ledige. Det afspejler bl.a., at arbejdsudbuddet aktuelt hæmmes af, at især personer tæt på pensionsalderen har forladt arbejdsmarkedet.¹² Det har sænket erhvervsfrekvensen i USA under pandemien, men der er dog tegn på, at den er ved at stige igen, se figur 16.

Erhvervsfrekvensen er steget i Danmark, men faldet i USA

Figur 16



Anm.: For Danmark er vist beskæftigelsen i nationalregnskabet. For euroområdet er vist beskæftigelse fra Labour Force Survey, og for USA er vist non-farm payroll.
Kilde: Macrobond.

I euroområdet er erhvervsdeltagelsen på omtrent samme leje som før pandemien, mens den derimod er steget i Danmark. Det kan bl.a. skyldes, at lønkompen-sationsordninger herhjemme gav mulighed for at bevare tilknytning mellem medarbejdere og virksomheder under nedlukningerne, og at lønkompen-sationsordninger har bevaret mindst 10.000 jobs.¹³

Presset på arbejdsmarkedet er dog også steget i Danmark og euroområdet, og flere virksomheder end både før pandemien og under ophedningen før den finansielle krise rapporterer om, at mangel på arbejdskraft hæmmer produktionen, se figur 17. I euroområdet er det sket, selvom den samlede aktivitet i 4. kvartal 2021 var tilbage på niveauet før pandemien. Herhjemme er beskæftigelsen steget betydeligt til trods for høj rapporteret mangel på

10 Der er stor usikkerhed knyttet til opgørelsen af produktivitetsudviklingen under pandemien, bl.a. til opgørelsen af personer på lønkompen-sationsordninger (og hvordan det påvirker præsterede timer), højt sygefravær og store skift i efterspørgselsmønstre.

11 Der bør generelt tages forbehold for aggregerede produktivetsbe-regninger på nationalregnskabsopgørelser for den offentlige sektor.

12 Se fx Carlo Pizzinelli og Ippei Shibata, Has Covid-19 Induced Labor Market Mismatch? Evidence from the US and the UK, *IMF Working Paper*, nr. 5, januar 2022.

13 Se Pernille Valentin Borgensgaard, Job retention during the covid-19 pandemic, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 186, januar 2022.

arbejdskraft i samme periode. Det kan være udtryk for, at dele af presset er knyttet til hastigheden på beskæftigelsesfremgangen, hvor mange virksomheder rekrutterer på samme tid.

I Danmark vurderes noget af presset desuden at afspejle midlertidige effekter relateret til pandemien.¹⁴ For eksempel har personale til test og vaccination i perioder lagt beslag på op mod 25.000 personer, ligesom antallet af sygedagpengemodtagere, der tidligere var i beskæftigelse, er steget med omtrent 10.000 personer. Over vinteren 2021 kan manglen på arbejdskraft desuden have været forstærket af, at en større del af arbejdsstyrken har været i isolation som følge af smitte.¹⁵

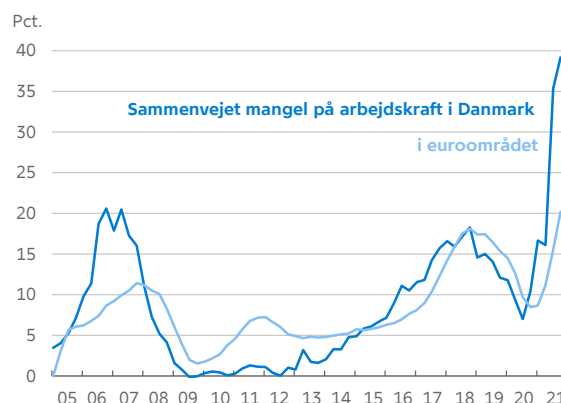
Størstedelen af presset på arbejdsmarkedet i Danmark vurderes dog at være knyttet til generelt høj aktivitet. Vurderingen støttes af, at antallet af nyopslåede jobannoncer fortsat er højt, og at opslagene i sidste halvdel af 2021 i mindre grad end tidligere er til midlertidige stillinger, se figur 18. Derfor vil de kommende år også være præget af mangel på arbejdskraft, selvom de dele af presset, der relaterer sig til pandemien og hastigheden under genopretningen, skulle lette, og krigen i Ukraine dæmper aktiviteten i økonomien.

Krigen i Ukraine vil efter alt at dømme medføre en immigration af flygtninge fra Ukraine til Danmark. Med de mange stillingsopslag og udsigt til fortsat mangel på arbejdskraft er der forholdsvis gode muligheder for, at arbejdsparate flygtninge fra Ukraine vil kunne finde beskæftigelse herhjemme.

Mangel på arbejdskraft er et udtryk for, at virksomhederne vil købe mere arbejdskraft, end husholdningerne er villige til at sælge til den gældende løn. Det er en naturlig del af et opsving, indtil lønnen finder et leje, hvor efterspørgslen er afstemt med udbudet. På kort sigt kan en øget arbejdsstyrke godt bidrage til at dæmpe lønstigninger, såfremt den ekstra arbejdskraft matcher de efterspurgte kompetencer. På længere sigt kan forøgelser af arbejdsstyrken derfor ikke forhindre, at virksomheder til tider ikke kan finde nok arbejdskraft til den gældende løn.

Manglen på arbejdskraft er større end før pandemien i Danmark og euroområdet

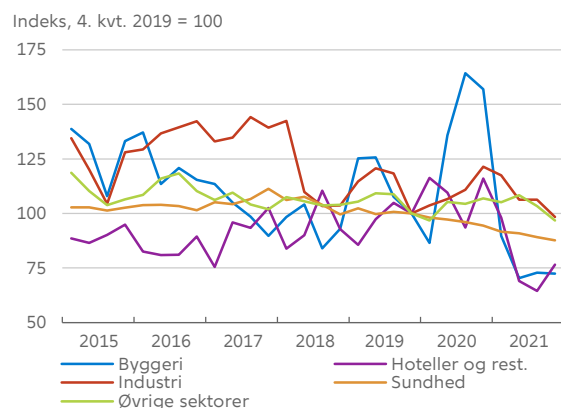
Figur 17



Anm.: Beskæftigelsesvægtet mangel på arbejdskraft på tværs af industri, byggeri og serviceerhverv.
Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og egne beregninger.

Efterspørgslen efter ansatte til midlertidige stillinger er faldet i løbet af 2021

Figur 18



Anm.: For at måle efterspørgslen efter midlertidige stillinger er tekstinholdet på jobopslag på Jobindex.dk analyseret. Specifikt er der søgt efter ord, som antyder at arbejdsgiveren leder efter arbejdskraft til en midlertidig stilling. Ordene er: tidsbegrænset, vikar, studiejob, midlertidig, timeløn. Andelen af jobopslag, der nævner disse ord i et givent kvartal, sættes i forhold til det samlede antal jobopslag.
Kilde: Jobindex.dk og egne beregninger.

¹⁴ Se Bess mfl., Pressure on the labour market during the pandemic, Danmarks Nationalbank Economic Memo, nr. 2, marts 2022.

¹⁵ I USA var omkring 2,5 pct. af arbejdsstyrken forhindret i at arbejde grundet sygdom, da omikronbølgen toppede.

Der er stadig ledige ressourcer i Danmark og udsigt til højere strukturel arbejdsstyrke

Der skønnes stadig at være ledige ressourcer på arbejdsmarkedet i Danmark, selvom ledigheden nærmer sig niveauet før finanskrisen. Beskæftigelsesfrekvensen for personer under 55 år er lavere end i 2000'erne, se figur 19. Det skyldes især erhvervsdeltagelsen blandt den yngre del af befolkningen, hvilket skal ses i sammenhæng med, at flere unge tager en videregående uddannelse. Selvom studerende typisk har deltidsarbejde, udgør de ikke desto mindre en vis arbejdskraftressource.

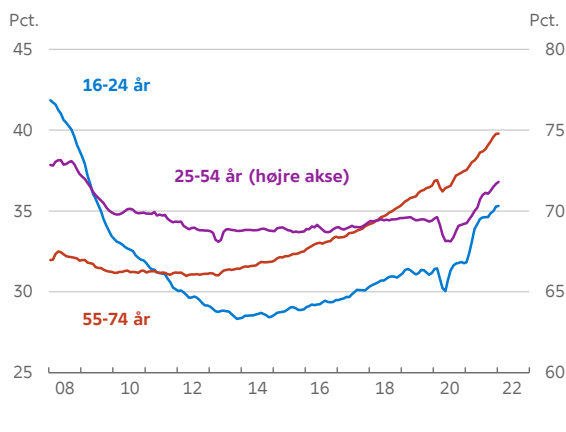
De kommende år er der desuden udsigt til, at tidligere gennemførte reformer med højere tilbagetrækningsalder vil øge arbejdsstyrken og dermed i et vist omfang fortsat vil bidrage til at dæmpe presset på arbejdsmarkedet. Hertil kommer et bidrag fra beskæftigelsen blandt personer med udenlandsk statsborgerskab, der også har bidraget til, at arbejdsstyrken blev øget betydeligt frem mod pandemien.¹⁶

1. januar 2022 trådte sidste forhøjelse af pensionsalderen indtil 2030 i kraft, mens efterlønsalderen hæves med et halvt år ved indgangen til 2023. Det bidrager sammen med udenlandsk arbejdskraft og udviklingen i befolkningen mv. til, at den strukturelle beskæftigelse samlet set øges med 46.000 personer i 2022 og 2023. Beskæftigelsen kan dermed stige omtrent tilsvarende, uden at det skønnes at føre til en yderligere stramning af arbejdsmarkedet, omend det i den aktuelle situation ville betyde, at det nuværende høje pres på arbejdsmarkedet vil bestå. Forhøjelsen af tilbagetrækningsalderen i 2023 er imidlertid den sidste før 2027, hvor efterlønsalderen hæves med et år. Efter en årrække med årlige forhøjelser af tilbagetrækningsalderen vil udviklingen i den strukturelle arbejdsstyrke dermed blot drives af fx demografisk udvikling og nettoindvandring. Fremover må en given stigning i beskæftigelsen derfor i højere grad end de senere år forventes at føre til et højere pres på arbejdsmarkedet.

De kraftige stigninger i beskæftigelsen ventes at løje af, i takt med at væksten i dansk økonomi tager af. Samtidig forudsættes den offentlige beskæftigelse at falde lidt, ligesom test- og vaccinepersonale frigøres.

Fortsat lavere beskæftigelsesfrekvens for personer under 55 år end i 2000'erne

Figur 19



Anm.: Fuldtidslønmodtagere i pct. af befolkningen.
 Kilde: Danmarks Statistik, jobindsats.dk og egne beregninger.

Ikke desto mindre er væksten stærk nok til at trække en fremgang i beskæftigelsen fra udgangen af 2021 til udgangen af 2024 på 31.000 personer. I takt med at den pandemirelaterede ekstra beskæftigelse reduceres, forbedres produktiviteten i den offentlige og dele af den private sektor, så BNP pr. beskæftiget forøges. Faldet i ledigheden ventes at bremse op i takt med beskæftigelsen og afdæmpningen i BNP-væksten.

Pres på arbejdsmarkedet og høj inflation trykker lønstigninger op i Danmark og udlandet

Med et pres på arbejdsmarkedet, der er højere end før pandemien både herhjemme og i udlandet, er der udsigt til højere lønstigninger. Herhjemme er lønstigningerne på det private arbejdsmarked taget til fra et leje omkring 2,5 pct. i årene før pandemien til 3,2 pct. i 4. kvartal 2021 målt ved Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik. Holdt op imod den rapporterede mangel på arbejdskraft er der endnu tale om moderate lønstigninger. I USA har lønningerne reageret mere kraftigt, mens lønpresset i euroområdet er noget mere afdæmpet.

¹⁶ Se Jakob Adolfsen og Rasmus Mose Jensen, EU's indre marked for arbejdskraft dæmper konjunkturpres, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 1, januar 2019.

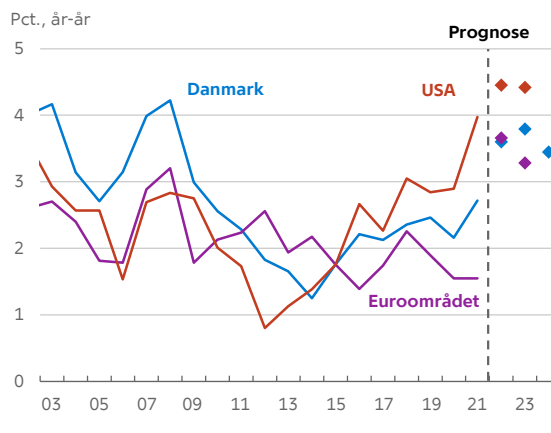
Lønstigningerne herhjemme er mest udtalte i bygge-riet, hvor manglen på arbejdskraft siden sommeren 2021 har været højere end i årene før pandemien. I serviceerhvervene er lønningerne ikke steget helt så meget, selvom manglen på arbejdskraft også her har været høj siden sommeren. Det skal ses i sammenhæng med, at det typisk tager tid, før pres på arbejdsmarkedet finder vej til lønningerne. Lønstigninger på det danske arbejdsmarked fastsættes i stort omfang i forbindelse med lokale lønforhandlinger, der typisk finder sted i foråret. På det tidspunkt sidste år var genåbningen af dansk økonomi først lige begyndt, og presset på arbejdsmarkedet var ikke nær så udbredt som aktuelt. Lønstigningerne kan derfor tage yderligere til i løbet af dette forår. Udsigt til højere forbrugerprisstigninger kan også forøge lønstigningerne.¹⁷

Jobskifter, der sker fra et job til et andet uden en mellemliggende ledighedsperiode, giver typisk et større lønpres end bevægelser fra ledighed til beskæftigelse. Det skyldes, at personer i beskæftigelse har højere lønkrav end ledige, og job-til-job-skifter udgør typisk en større andel af de samlede bevægelser i en højkonjunktur, hvor der er færre ledige at tage af. For eksempel er lønstigningerne i USA lidt over 1,0 procentpoint højere ved job-til-job-skifter,¹⁸ og studier på amerikanske data finder, at få job-til-job-skifter kan medvirke til at forklare de seneste 10 års lave lønstigninger.¹⁹ Med de store bevægelser i beskæftigelsen som følge af nedlukninger og genåbninger er der endnu ikke noget godt opdateret mål for omsætningshastigheden på det danske arbejdsmarked.

Herhjemme forventes lønstigningerne at stige fra 2,7 pct. i 2021 til 3,6 pct. i 2022, som følge af at arbejdsmarkedet er strammet til. De følgende år forventes lønstigninger på 3,8 pct. i 2023 og 3,4 pct. i 2024. Det svarer nogenlunde til lønstigningerne i midten af 2000'erne, hvor ledigheds- og beskæftigelsesgab var af omtrent samme størrelsesorden. For USA forventer de internationale organisationer lidt højere

Udsigt til højere lønstigninger i Danmark end i euroområdet

Figur 20



Anm.: Historiske observationer for euroområdet og USA er fra DA's internationale lønstatistik, og fremskrivninger er baseret på OECD's *Economic Outlook*. Lønstigningerne i Danmark er Danmarks Statistiks implicitte lønindeks og egen fremskrivning.
 Kilde: DA's internationale lønstatistik, OECD og egne beregninger.

lønstigninger, mens de ventes lidt lavere i euroområdet, hvilket afspejler forskelle i kapacitetspres på arbejdsmarkedet regionerne imellem, se figur 20.

Kraftigere lønstigninger i Danmark vil svække konkurrenceevnen lidt fremover

Samlet set ventes lønstigningerne i Danmark at være højere end i udlandet, og danske eksportvirksomheders lønkonkurrenceevne forventes at blive lidt svagere i løbet af prognoseårene. I perioden mellem finanskrisen og udbruddet af pandemien steg lønningerne i Danmark 5 procentpoint mindre end i udlandet. Samtidig voksede produktiviteten mere i Danmark, og dertil har danske virksomheder været i stand til at sælge deres varer til højere priser og har opnået bytteforholdsgevinster. Lønkonkurrenceevnen målt ved den relative lønkvote er dermed vokset med mere end 25 pct., se figur 21.

17 På baggrund af en række modelestimater findes dog et begrænset gennemslag fra højere forventet prisinflation til løndannelsen.

18 Forskellen er opgjort som differencen mellem Atlanta Fed Measure of Nominal Wage Growth for henholdsvis *Job Switcher* og *Job Stayer*.

19 Se fx Renato Faccini og Leonardo Melosi, *Bad Jobs and Low Inflation*, *Federal Reserve of Chicago Working Paper*, nr. 9, februar 2020.

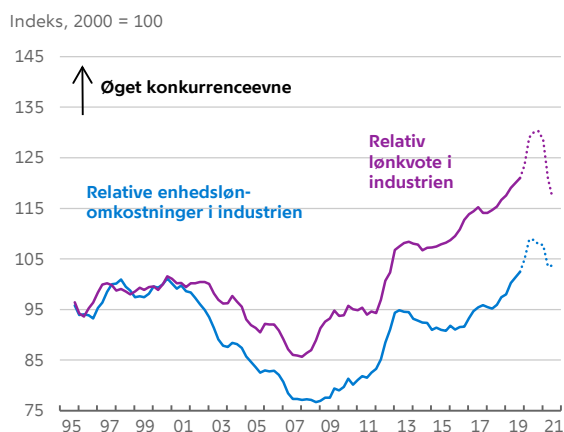
Dansk økonomi kan derfor godt i en overgangspæ-riode holde til, at lønningerne stiger mere end i ud-landet. Selv ikke under overophedningen i 2000'erne kom lønstigningerne op i en størrelsesorden, der for alvor vil sætte de seneste 10 års forbedringer af konkurrenceevnen over styr på kort tid.

Samtidig er Danmarks store overskud på betalings-balancen et udtryk for noget svagere indenlandsk efterspørgsel end produktion. Løn- og prisstigninger sørger for at fordele produktionen til den øgede efterspørgsel i retning af de erhverv og lande, hvor marginalproduktiviteten er høj i forhold til lønni-veauet. Når dansk økonomi er inde i et stærkere opsving end euroområdet med højere lønstigninger, vil importen hæves og gradvist frigøre ressourcer fra de eksportorienterede erhverv og derigennem tage farten lidt ud af økonomien. Det er en naturlig del af økonomiens tilpasningsmekanisme i en markedsøko-nomi.

Omvendt kan en kraftig og pludselig forværring af lønkonkurrencen indebære, at mange eksportvirk-somheder mister kunder og ordrer samtidig. Selvom efterspørgslen efter arbejdskraft er stor i andre dele af økonomien, er det ikke sikkert, at den frigjorte arbejdskraft umiddelbart har de rette kompetencer, hvorved ledigheden øges. Derudover kan meget af produktionsapparatet blive overflødig samtidig, og det kan gøre dansk økonomi mere sårbar ved et internationalt konjunkturomslag. Derfor er det mest hensigtsmæssigt, at lønkonkurrenceevnen ikke for-værrer for hurtigt, og at tilpasningen sker gradvist. Pludselige og kraftige løn- og indkomststigninger risikerer desuden at skubbe på øget forbrugeropti-misme og en for optimistisk risikovurdering blandt husholdningerne.

Lønkonkurrenceevnen blev forbedret markant mellem finans-krisen og udbruddet af pandemien

Figur 21



Anm.: Udviklingen i lønkonkurrenceevnen siden udbruddet af pandemien bør fortolkes med varsomhed, da udvikling i lønninger og produktivitet er forbundet med øget usikkerhed om opgørelse mellem lande som følge af bl.a. lønkompensationsordninger. Udviklingen de seneste år er derfor angivet med punkterede linjer.

Kilde: Danmarks Statistik, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

Angrebet på Ukraine dæmper efterspørgslen i dansk økonomi

Ruslands invasion af Ukraine dæmper generelt efterspørgslen i dansk økonomi. Det gælder især efterspørgslen fra udlandet, hvor særligt den europæiske økonomi hæmmes af konsekvenserne af det russiske angreb på Ukraine.

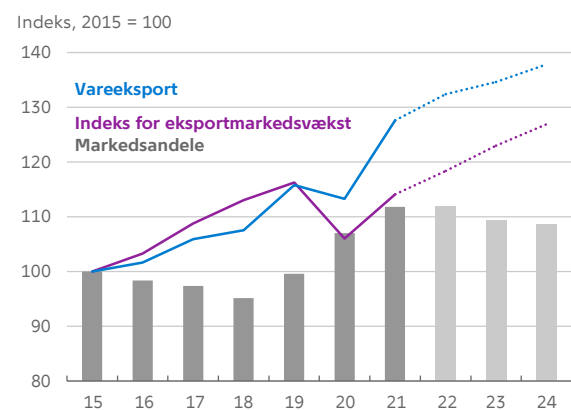
Dansk økonomi kan dog godt stå igennem en vækstafdæmpning. Vareeksporten har været stærk over det seneste år, og husholdningerne har store opsparinger. Samtidig sker vækstafdæmpningen på et tidspunkt, hvor der i forvejen var højt kapacitetspres og stor efterspørgsel.

Fremgang på eksportmarkederne trods angrebet på Ukraine

Danske eksportvirksomheder er kommet godt igennem pandemien, særligt trukket af vareeksporten. Det skyldes først og fremmest det kraftige opsving i verdenshandlen, og dertil har god konkurrenceevne og en mindre konjunkturfølsom sammensætning af Danmarks vareeksport bidraget til, at danske eksportvirksomheder har vundet markedsandele.²⁰

Fortsat udsigt til fremgang i vareeksporten

Figur 22



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

²⁰ Se Adrian Michael Bay Schmith og Helle Eis Christensen, Stort fald i dansk eksport, men sammensætningen kan være en stødpude, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 8, juni 2020.

Der er fortsat fremgang på Danmarks eksportmarkeder, der til trods for krigen i Ukraine ventes at vokse med 3,8 pct. i år, og det giver grobund for højere eksport, se figur 22. Særligt tjenesteeksporten vil nyde godt af, at international økonomi hæmmes mindre af pandemien, efterhånden som efterspørgslen forskydes tilbage mod services. Det vil fx øge eksporten af turisme, men vil i store træk øge importen tilsvarende. Tjenesteeksporten ventes imidlertid ikke i fuldt omfang at vende tilbage til niveauet før pandemien, bl.a. fordi eksporten i de år var understøttet af store, enkeltstående bygge- og anlægsprojekter i udlandet.

Dansk eksport ventes samlet set at stige med 6,3 pct. i 2022. Den høje vækst skal ses i lyset af den stærke genopretning i 2021. De næste år ventes eksporten at stige med ca. 2,5 pct. i 2023 og 2024, men der er stor usikkerhed forbundet med væksten på eksportmarkederne. Ruslands invasion af Ukraine skønnes isoleret set at reducere væksten i eksporten med 1,1 procentpoint i 2022 og 0,5 procentpoint i 2023.

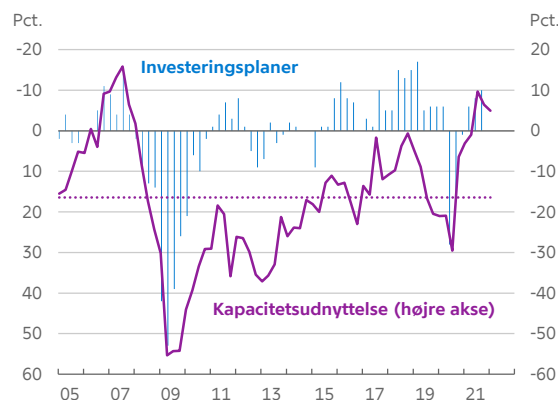
Investeringerne præges af usikkerhed trods høj kapacitetsudnyttelse

Den kraftige fremgang i dansk vareeksport har i høj grad smittet af på aktivitetsniveauet i industrien. Mange virksomheder rapporterer om høj kapacitetsudnyttelse, og mange virksomheder forventer at øge deres investeringer, se figur 23. Det samme billede gør sig gældende internationalt, hvor investeringerne inden Ruslands angreb på Ukraine var tilbage på et højere niveau end før pandemien i både euroområdet²¹ og USA. Herhjemme er virksomhedernes erhvervslån stigende,²² og der er afsæt for, at investeringerne fremover bidrager til væksten i dansk økonomi.

Den øgede usikkerhed om de internationale vækstudsigter forudsættes dog at dæmpe investeringslysten. Pres på forsyningskæder og mangel på materialer kan ligeledes dæmpe investeringerne i både bygninger og maskiner. Samtidig er bygnings-

Høj kapacitetsudnyttelse og investeringsplaner tyder på højere investeringer i Danmark

Figur 23



Anm.: Den punkterede lilla linje angiver et gennemsnit over den viste periode. Venstre akse er omvendt.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

investeringerne allerede høje, og der er stor mangel på arbejdskraft i byggeriet.

De høje energipriser kan have modsatrettede effekter på investeringerne i den private sektor. På den ene side kan øgede omkostninger lægge en dæmper på investeringerne, men på den anden side øges incitamentet til energiomstilling. Samlet set skønnes erhvervsinvesteringerne at stige med 1,8 pct. i 2022, 5,3 pct. i 2023 og 3,8 pct. i 2024. Investeringskvoten vil samlet set forblive relativt høj de kommende år, se figur 24.

Fortsat solid fremgang i det private forbrug

De højere energi- og fødevarerpriser gør et indhug i indkomsterne hos de danske forbrugere. Det svækker deres købekraft og trækker i retning af lavere forbrug i mængder. Med afsæt i højere energi- og importpriser forventes forbrugerprisstigningerne i år at være 3,2 procentpoint højere end ventet i

21 Tal for det samlede euroområde er tilbage på niveau, hvis man fraregner investeringer i intellektuelle rettigheder i Irland, som i 2019 var ekstraordinært høje på grund af enkeltstående engangsinvesteringer.

22 Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

september 2021, og det reducerer de reale indkomster. Under pandemien har husholdningerne dog opbygget store likvide formuer. Det skyldes bl.a. udbetalingerne af indefrosne feriepenge og store aktieprisstigninger. Selvom høje energi- og fødevarerpriser lægger et nedadrettet pres på forbruget, er husholdningerne i udgangspunktet godt rustet til at stå imod prisstigninger.

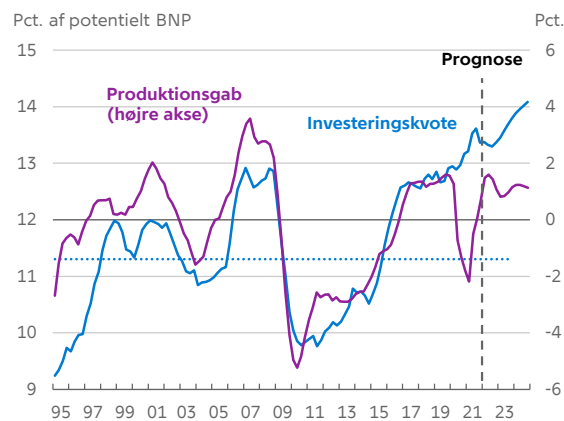
Særligt de husholdninger, der anvender gas til opvarmning af deres bolig, påvirkes af høje gaspriser. Der er knap 400.000 naturgaskunder i Danmark. De har samlet set højere indkomster, er i højere grad boligejere, har en lidt større likvid formue og bruger en lidt lavere andel af deres indkomst på forbrug end øvrige grupper. Disse faktorer peger på, at de meget høje gaspriser overordnet set kan få en mindre effekt på forbruget, end hvis omkostningstigningen havde været fordelt på en bredere gruppe. Der er dog stadig husholdninger, som vil påvirkes meget markant af de høje gaspriser.

Med en ny geopolitisk situation i Europa er den økonomiske usikkerhed steget drastisk på kort tid. Den usikkerhed vil formentlig betyde, at nogle husholdninger udskyder forestående forbrugsbeslutninger. Det kan fx særligt komme til udtryk for køb af varige forbrugsgoder.

På kort sigt kan usikkerheden som følge af Ruslands invasion af Ukraine trække forbruget endnu længere ned, men husholdningerne har dog fortsat en stødpude i store formuestigninger under pandemien, der kan omsættes til større forbrug. Det var imidlertid også tilfældet i årene frem til udbruddet af pandemien, uden at husholdningerne i betydeligt omfang omsatte formuestigningerne til øget forbrug. Flere studier finder da også en lav forbrugstilbøjelighed ved formuestigninger.²³ Formuestigningerne er siden udbruddet af pandemien i stort omfang koncentreret på boligmarkedet og i pensionsopsparinger og ejerandele. Boligformue og pensioner er i høj grad illikvide, mens især unoterede ejerandele i betydeligt

Investeringkvoten
 ventes at stige fremover

Figur 24



Anm.: Investeringkvote er erhvervsinvesteringerne over potentielt BNP. Produktionsgab 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.

omfang er koncentreret blandt højindkomstgrupper med lav forbrugstilbøjelighed. Det peger på, at forbruget ikke løber fra indkomsterne fremover, og det er formentlig også grunden til, at formuestigningerne ikke har givet et betydeligt løft af forbrugskvoten.

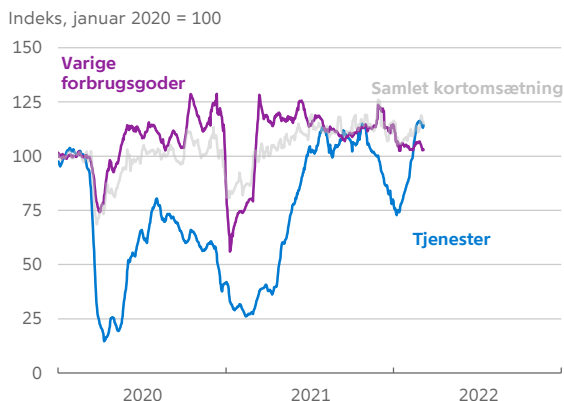
Forbruget med betalingskort peger heller ikke i retning af, at forbruget på det seneste er faldet, men snarere at fremgangen fortsætter. Hen over vinteren var det samlede forbrug kun i mindre omfang ramt af høj smitte og restriktioner, og i marts er kortomsætningen på et forventeligt trendniveau. Samtidig er der atter tegn på, at husholdningernes forbrugsmønstre fordelt på varer og tjenester var omtrent de samme som før pandemien, se figur 25.

Det lægges derfor til grund i prognosen, at husholdningernes forbrug set i forhold til deres indkomster

23 Studier på danske data finder en marginal forbrugstilbøjelighed på omkring 4 pct. fra uventede formuestigninger på henholdsvis 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 European Association*, nr. 19, 2021, og Asger Lau Andersen mfl., Dynamic Spending Responses to Wealth Shock: Evidence from Quasi-lotteries on the Stock Market, *CEBI-working paper*, nr. 11, juli 2021.

Kortomsætningen i Danmark er kun faldet lidt hen over vinteren

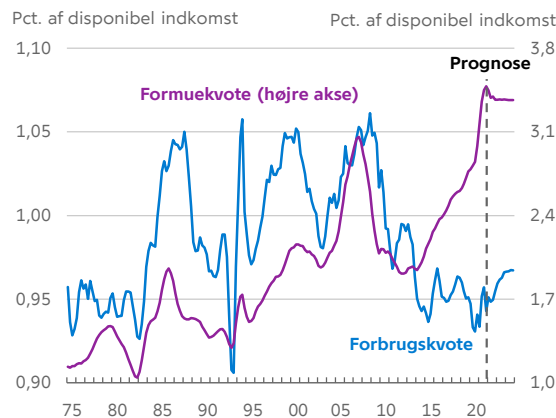
Figur 25



Anm.: Sæsonkorrigeret. 7-dages glidende gennemsnit. Seneste data er 7. marts 2022.
Kilde: Nets Denmark A/S og egne beregninger.

Store formuestigninger har ikke løftet forbrugskvoten i Danmark siden finanskrisen

Figur 26



Anm.: Kvoter er 4-kvartalers glidende gennemsnit.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

de kommende år vil være i det samme leje som i årene før pandemien, se figur 26. Husholdningernes forbrugsmuligheder understøttes de kommende år af fortsat høj beskæftigelse. Højere prisstigninger vil mindske den reale købekraft særligt i år, og husholdningernes indkomster reduceres også af øgede nettorenteudgifter. På den baggrund ventes det reale private forbrug at stige med 2,3 pct. i 2022, 1,9 pct. i 2023 og 1,8 pct. i 2024. Væksten i år skal ses i lyset af den hastige genopretning sidste år, og igennem prognosen vokser forbruget omtrent på linje med fremgangen i indkomsten.

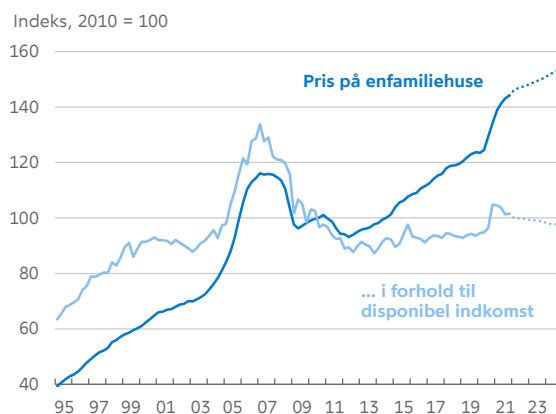
Afdæmpet udvikling på boligmarkedet siden sommeren

Prisstigninger og handelsaktivitet på boligmarkedet er siden sommeren 2021 taget af fra et meget højt niveau og er vendt tilbage til samme leje som i årene før pandemien. I 3. og 4. kvartal er priserne på enfamiliehuse steget med henholdsvis 1,3 pct. og 0,8 pct., hvilket er tæt på gennemsnittet i årene 2013-19, se figur 27.

Selvom prisstigningstakt og handelsaktivitet er vendt tilbage til niveauet før pandemien, er det dog sket ved et betydeligt højere prisniveau. Det højere prisniveau skal ses i sammenhæng med, at pandemien har fået mange husholdninger til at øge deres

Prisstigningerne på boligmarkedet er bremset op

Figur 27



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

påskønnelse af bolig²⁴, og at indkomsten også er steget betragteligt.

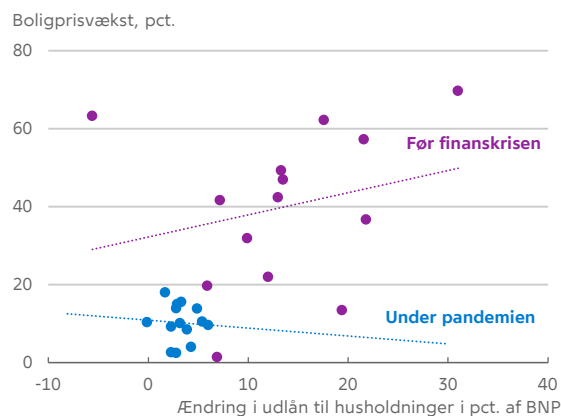
Udbuddet af boliger til salg er fortsat meget lavt, og handelsaktiviteten er således høj set i forhold til antallet af boliger på markedet. Det lave udbud er formentlig en konsekvens af den pludseligt forøgede påskønnelse af bolig under pandemien, der bragte stor handelsaktivitet med sig. Udbuddet af boliger til salg forventes at stige de kommende år, i takt med at bl.a. de højere priser lokker sælgere til markedet.

Fremover ventes boligpriserne at stige i et noget lavere tempo end i begyndelsen af 2021. Den lavere prisstigningstakt skal bl.a. ses i lyset af, at dele af den øgede påskønnelse af bolig kan være midlertidig, og at højere renter i stigende omfang lægger en dæmper på priserne. De lange realkreditrenter forudsættes med afsæt i markedsforventninger at være 1,2 procentpoint højere ved udgangen af 2024 sammenlignet med udgangen af 2021. Disse rentestigninger dæmper isoleret set boligpriserne med 3,7 pct. frem mod 2024.²⁵ Husholdningernes rentefølsomhed vurderes generelt at være begrænset, og den er over de 10 år før pandemien faldet i takt med et lavere omfang af variabelt forrentede lån.²⁶ Højere lønstigninger vil dog øge husholdningernes købekraft, og samlet set ventes boligpriserne fortsat at stige med 3,6 pct. i 2022, 1,7 pct. i 2023 og 2,1 pct. i 2024.

Der er stadig stor usikkerhed forbundet med udviklingen på boligmarkedet. Det gælder først og fremmest, i hvilket omfang husholdningernes øgede påskønnelse af bolig varer ved på den anden side af pandemien. Dernæst er der betydelig usikkerhed om renteutviklingen, især hvis inflationen viser sig at være mere vedvarende i Europa.

Internationalt er udlån til husholdningerne endnu ikke steget trods stigende boligpriser

Figur 28



Anm.: Før finanskrisen dækker 1. kv. 2002 til 1. kv. 2007. Under pandemien dækker 1. kv. 2020 til 3. kv. 2021. Prikkerne dækker landene Østrig, Belgien, Canada, Finland, Frankrig, Tyskland, Italien, Holland, Norge, Spanien Schweiz, Sverige, Storbritannien, USA.

Kilde: Bank for International Settlements og egne beregninger.

Boligudlånet er endnu afdæmpet og er steget med 4,6 pct. over det seneste år. Det er på linje med udlånsvæksten i årene inden pandemien og den underliggende vækst i dansk økonomi.²⁷ Det er et internationalt fænomen, at udlånsvæksten til husholdninger er steget mere behersket end op til finanskrisen på trods af store boligprisstigninger, se figur 28. I USA, hvor boligpriserne er steget mere under pandemien end herhjemme, er der dog nu tegn på, at udlånet til husholdninger tager til.

24 Se Simon Hviid mfl., Robustheden på boligmarkedet bør styrkes nu, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, juni 2021.

25 Baseret på beregninger i Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA. Ud fra MONA og en række øvrige makroøkonomiske modeller vurderes det, at gennemslaget fra en rentestigning til boligprisstigning strækker sig over mere end 3 år, og at kun omtrent halvdelen af gennemslaget har fundet sted inden for de første 3 år.

26 Se Stine Ludvig Bech, Simon Juul Hviid og Jakob Guldbæk Mikkelsen, Measuring household interest-rate sensitivity in Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 183, november 2021.

27 Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Sunde balancer gør Danmark mere robust

De offentlige finanser er kommet godt igennem pandemien uden store underskud

På trods af store hjælpepakker til at holde hånden under økonomien er de offentlige finanser kommet igennem pandemien uden store underskud og markant forøgelse af gælden.

Underskuddet på den offentlige saldo var i 2020 blot 0,2 pct. af BNP, og i 2021 skønnes der et overskud på 0,1 pct. af BNP. Det skyldes bl.a., at dansk økonomi er kommet gennem pandemien med et lavere aktivitetsfald end i udlandet, og at store afkast på de finansielle markeder har givet et stort provenu fra pensionsafkastbeskatningen. Hertil kommer skatteindtægter fra udbetalingen af feriepenge, ligesom selve udbetalingen ikke påvirkede den offentlige saldo.

Overskuddet i 2021 skal ses i sammenhæng med, at omkostningerne til øvrige kompensationsordninger var lavere, og at væksten i dansk økonomi har øget andre skatteindtægter markant. Det har mere end opvejet færre indtægter fra personskatter af indefrosne feriepenge, store engangsomkostninger til kompensation af minkavlere og flere offentlige udgifter til test og vaccinationer.



Sunde offentlige finanser, stor opsparing i den private sektor og en solid udlandsformue udgør en god stødpude for den danske økonomi.

Den offentlige bruttogæld er steget siden pandemiens begyndelse, men det skyldes især likviditetsordninger til virksomhederne, som øger den offentlige sektors aktiver, og nettoformuen er vokset fra 6,3 pct. af BNP til 9,3 pct. af BNP. Det er den højeste nettoformue nogensinde.

Højkonjunktoren giver offentlige overskud fremover

Der er udsigt til overskud på den offentlige saldo frem mod 2024. Det skyldes udløbet af mange hjælpepakker, en gradvis stramning af finanspolitikken, højere skatteindtægter fra høj beskæftigelse og lavere udgifter fra færre overførselsmodtagere. Omvendt ventes et lavere provenu fra pensionsafkastskatten som følge af højere renter og svagere udvikling i aktiekurser.

Finanspolitikken strammes i 2022 samlet set med knap 1,5 pct. af BNP målt ved den etårige finans-effekt. Størstedelen af den stramning afspejler imidlertid udløb af kompensationsordninger. Den strukturelle saldo, der ser bort fra engangsforhold vedrørende pandemien, skønnes med reserven fra aftalen *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* at være uændret på et underskud på 0,3 pct. i 2022. Fra 2022 vil omkostninger til testaktivitet og vacciner i betydeligt omfang falde bort, og det offentlige forbrug forventes at falde. Derfor ventes et overskud på de offentlige finanser på 1,7 pct. af BNP i 2022. For 2023 og 2024 forventes et overskud på henholdsvis 1,6 og 1,8 pct. af BNP.

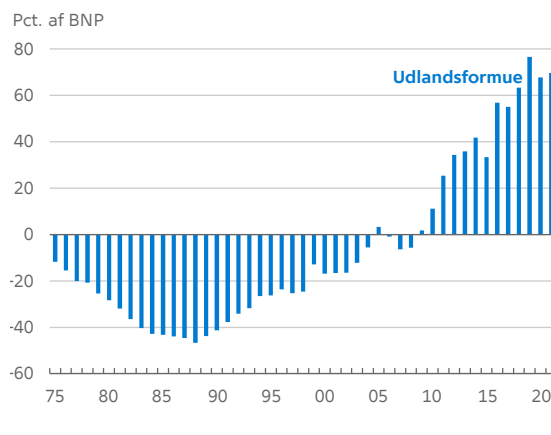
Store opsparingsoverskud i den private sektor

Danske virksomheder har siden begyndelsen af 1990'erne haft et stort opsparingsoverskud, og siden finanskrisen er opsparingen i danske husholdninger øget betydeligt, som den lave forbrugskvote også vidner om. Den offentlige saldo har svinget omkring balance siden midten af 2000'erne, og Danmark har derfor haft markant overskud på betalingsbalancen på omkring 8 pct. af BNP de seneste år.

Overskuddene på betalingsbalancen har betydet, at Danmarks udlandsformue er vokset betragteligt fra en gæld over 40 pct. af BNP i sidste halvdel af 1980'erne til en formue omkring 70 pct. af BNP i dag, se figur 29. Udviklingen er især drevet af den private sektor. Dansk økonomi er derfor et markant andet sted i dag end i 1980'erne, hvor store underskud på betalingsbalancen og høj udlandsgæld nødvendiggjorde en stor finanspolitisk opstramning for at øge opsparingen og dæmme op for underskuddene.

Danmarks udlandsformue er steget betydeligt

Figur 29



Anm.: For 2021 er angivet ultimo 3. kvartal.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Der er udsigt til, at overskuddet på betalingsbalancen vil svækkes til 7 pct. i 2022, bl.a. på grund af at prisstigningerne på energi øger importpriserne. I 2023 og 2024 ventes overskuddet på betalingsbalancen at forblive omkring 7 pct. af BNP.

Vækstudsigterne for dansk økonomi præges af nedadrettede risici

Med Ruslands invasion af Ukraine er vækstudsigterne for dansk og international økonomi i høj grad blevet præget af nedadrettede risici. Velpolstrede husholdninger og virksomheder gør i udgangspunktet dansk økonomi modstandsdygtig over for skift i vækstudsigterne for international økonomi. Det videre forløb afhænger i høj grad af udviklingen i Ukraine, og en yderligere eskalering kan på kort sigt bremse den økonomiske aktivitet betydeligt.

Umiddelbart inden krigen var risikobilledet herhjemme ellers mere opadrettet med et betydeligt kapacitetspres. Særligt kombinationen af et stort pres på arbejdsmarkedet og høje friværdier hos boligejerne udgjorde en risiko for et kraftigt gældsdrævet forbrugsopsving med risiko for en overophedning af økonomien. Den risiko er stadig til stede, dog særligt på lidt længere sigt.



På kort tid er krigen i Ukraine blevet en destabiliserende faktor for verdenssamfundet. Risici for vækstudsigterne er overvejende nedadrettede, selvom der er stort pres på arbejdsmarkedet.

Større nedadrettede risici for vækstudsigterne i dansk og international økonomi

På kort tid er krigen i Ukraine blevet en destabiliserende faktor for verdenssamfundet, der trækker ned i risikobilledet for dansk og international økonomi. Gentagne gange over de seneste uger har risici materialiseret sig, og der er i sagens natur meget stor usikkerhed om det videre forløb for krigen og de økonomiske konsekvenser, som den medfører. På kort sigt er der betydelig risiko for en yderligere eskalering af krigen, og risikoscenariet for prognosen, der er beskrevet i boks 1, giver et eksempel på et potentielt udfald og dets konsekvenser.

Nærværende prognose for dansk økonomi bygger på en forudsætning om, at det aktuelle prispress fra energi- og råvarepriser, fragtrater og forsyningsproblemer gradvist løjer af. Krigen i Ukraine skaber dog også her en betydelig risiko for, at det ikke sker. Jo længere presset varer, desto større er risikoen for et stort gennemslag på lønningerne som kompensation for prisstigninger, der forstærker presset på virksomhedernes omkostninger og prispresset i økonomien. Det giver betydelige opadrettede risici for udviklingen i inflationen både herhjemme og i udlandet.

Længerevarende høj inflation i udlandet kan nødvendiggøre, at centralbankerne hæver renterne mere og muligvis også hurtigere, end de aktuelt forventer, for derved at undgå, at inflationsforventninger afkobles fra centralbankernes målsætninger. Det er imidlertid en hensigtsmæssig respons. Hvis inflationsforventningerne bliver afkoblet, kan det i stedet blive nødvendigt med en pludselig og kraftig pengepolitisk opstramning, der risikerer at føre til en voldsom stramning af de finansielle vilkår og et deraf afledt tilbageslag i international økonomi. Det vil også smitte af på dansk økonomi, hvor risici ved hastige rentestigninger især er knyttet til boligmarkedet.

Pandemien kan også stadig give nye produktionsforstyrrelser og dermed skabe et længerevarende prispress fra energi- og råvarepriser, fragtrater og forsyningsproblemer. Selvom verdenssundhedsorganisationen WHO vurderer, at pandemien kan være på vej mod sin afslutning i Europa og USA, udgør

mutationer stadig en risiko, så længe en stor del af verdens befolkning ikke er vaccineret eller har opnået immunitet gennem smitte. I værste fald kan mere dødelige mutationer føre til et nyt tilbageslag i verdensøkonomien.

Fortsat opadrettede risici på lidt længere sigt

På lidt længere sigt betyder et øget europæisk fokus på et stærkere forsvar og forsyningsuafhængighed, at betydelige finanspolitiske stimuli kan tilgå europæisk og dansk økonomi. Det kan skubbe yderligere på efterspørgslen.

Samtidig har husholdningerne både herhjemme og i udlandet haft store formuestigninger efter høje afkast på de finansielle markeder og ufrivillig opsparing under nedlukningerne. Det kan udløse en kraftig forbrugsfremgang og øge både indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel. Det gælder særligt, hvis krigen i Ukraine bliver mindre omfattende end forventet.

Der er ligeledes stadig risiko for, at det private forbrug i Danmark stiger markant mere end forudsat i prognosen, og at højkonjunktoren udvikler sig til et gældsrevet opsving, selvom risikoen på den korte bane er blevet mindre. Risikoen forstærkes, hvis mangel på arbejdskraft, lav ledighed, hyppige jobskifter og kraftige lønstigninger leder til en for optimistisk risikovurdering i husholdningerne og stor forbrugeroptimisme.

Husholdningernes friværddi er steget mærkbart, og en andel af stigningen belånes typisk af boligejerne til øget forbrug og boligforbedringer. Øget belåning af friværdier sker ofte i forbindelse med låneomlægninger ved store renteændringer på realkreditmarkedet, men erfaringerne med låneomlægninger i perioder med stigende renter er sparsomme. Den hastige fremgang på arbejdsmarkedet øger dog risikoen for, at husholdningerne vælger at belåne friværdier til forbrug. Det gælder særligt, hvis krigen i Ukraine bliver mindre omfattende end frygtet. Et kredittrevet forbrugsopsving på et tidspunkt, hvor der er kapacitetspres i økonomien, kan øge aktiviteten betydeligt. Det er tidligere set, at gældsætningen i husholdninger og virksomheder sker med en forsinkelse på 1-2 år på stigninger i boligpriser.²⁸ Den seneste vækst i

28 Se Oliver Juhler Grinderslev mfl., *Financial Cycles: What are they and what do they look like in Denmark?*, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 115, juni 2017.

husholdningernes låntagning afspejler dog i højere grad høj handelsaktivitet på boligmarkedet under pandemien end belåning af stigende friværdier.²⁹

Centrale økonomiske størrelser i hovedscenariet

Tabel 4

Realvækst i forhold til perioden før	2021	2022	2023	2024	2021		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP	4,1	2,1	2,1	1,7	2,3	1,2	1,1
Privat forbrug ¹	3,5	2,3	1,9	1,8	6,6	2,8	-2,8
Offentligt forbrug	4,3	-1,4	-0,4	1,0	4,9	-3,9	2,5
Boliginvesteringer	4,2	-3,1	1,6	1,6	-2,7	-2,3	-2,6
Offentlige investeringer	6,0	1,6	13,3	-7,8	5,9	-2,0	4,9
Erhvervsinvesteringer	3,6	1,8	5,3	3,8	3,6	-1,5	-1,5
Lagerinvesteringer mv. ²	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2	1,7	-0,2
Eksport	7,5	6,3	2,5	2,5	-0,8	1,1	6,2
Industrieksport	13,1	3,6	0,6	1,8	2,1	-1,5	7,6
Import	7,9	4,7	2,7	2,2	3,5	2,0	2,6
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.060	3.141	3.140	3.150	3.042	3.091	3.126
Ledighed, brutto, 1.000 personer	106	69	74	76	115	99	80
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,3	7,0	6,8	7,4	7,5	7,6	9,8
Offentlig saldo, pct. af BNP	0,1	1,7	1,6	1,8	0,7	2,2	-3,3
Huspriser ³ , pct., år-år	10,9	3,6	1,7	2,1	13,4	10,6	7,6
Forbrugerpriser (HICP), pct., år-år	1,9	4,9	1,4	2,2	1,7	2,0	3,5
Timeløn ⁴ (industrien), pct., år-år	2,7	3,6	3,8	3,4	2,8	3,0	3,1

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.

²⁹ Se Danmarks Nationalbank, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 4, marts 2022.

Bilag: Antagelser og ændringer i prognosen for dansk økonomi (hovedscenarie)

Prognosen er udarbejdet ved brug af Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2021. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. marts 2022. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold, udviklingen i arbejdsstyrken og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive 3,8 pct. i 2022, 3,9 pct. i 2023 og 3,2 pct. i 2024. Forudsætningerne læner sig op ad den seneste prognose fra Den Europæiske Centralbank, ECB, og justeringer baseret på prisudviklingen i råvarepriser siden da. 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 forudsættes på den baggrund at stige gradvist gennem hele prognoseperioden fra det nuværende niveau på -0,5 pct. i 2022 til 0,9 pct. i 2024.

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

Energipriser antages som udgangspunkt at følge udviklingen i oliepriserne, der i prognoseperioden forudsættes at følge futurespriser. På grund af de voldsomme udsving i energipriserne som følge af Ruslands invasion af Ukraine er olieprisen i prognosen fastlagt på baggrund af et gennemsnit af futures-

priser mellem d. 4. og 10. marts. Olieprisen var i begyndelsen af marts 2022 på omkring 120 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til lidt over 80 dollar pr. tønde ved udgangen af 2024.

I den aktuelle situation med særlige udviklinger i prisen på gas og elektricitet tages der desuden ekstraordinært højde for det i forbrugerpriserne på energi i denne prognose. Ligesom for oliepriserne fastlægges gas- og elpriserne ud fra et gennemsnit af futurespriserne mellem d. 4. og 10. marts. Prisen på gas antages på den baggrund at forblive omkring 160 euro pr. MWh³⁰ gennem 2022 og derefter at falde til omkring 50 euro pr. MWh ved udgangen af 2024. Tilsvarende antages elprisen at falde fra ca. 300 euro pr. MWh til 85 euro pr. MWh ved udgangen af i år og 48 euro pr. MWh ved udgangen af 2024. Prisen på el og gas forudsættes dermed at forblive højere end i 2019.

Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor og den tilrettelagte finanspolitik i *Økonomisk Redegørelse, december 2021* og *Opdateret 2025-forløb, august 2021*.

Aftalen om *Danmark kan mere I* forudsættes vedtaget, hvilket øger den strukturelle arbejdsstyrke med 12.000 personer. Fra aftalen *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* er indregnet de 3,5 mia. kr. i 2022 og 2023, mens løftet af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP indregnes, når de er vedtaget i et kommende forsvarsforlig. Udgifter rettet mod at opnå uafhængighed af russisk gas indregnes ligeledes, når de er endeligt aftalt og konkretiseret.

Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at falde 1,4 pct. i år og 0,4 pct. i 2023 og at stige 1,0 pct. i 2024. De offentlige investeringer antages at stige 1,6 pct. i år, stige 13,1 pct. i 2023

30 Megawatt-timer.

Oversigt over prognosens antagelser		Tabel A1			
	2021	2022	2023	2024	
International økonomi:					
Eksportmarkedsvækst, pct., år-år	7,6	3,8	3,9	3,2	
Udenlandsk pris ¹ , pct., år-år	7,8	3,8	2,0	1,7	
Udenlandsk timeløn, pct., år-år	2,5	2,7	2,7	2,6	
Finansielle forhold mv.:					
3-måneders pengemarkedsrente, pct., p.a.	-0,4	-0,3	0,5	0,9	
Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a.	0,4	1,0	1,2	1,4	
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,9	101,9	101,7	101,7	
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,3	6,7	6,8	6,8	
Oliepris, brent, USD pr. tønde	70,6	104,5	91,0	83,4	
Finanspolitik:					
Offentligt forbrug, pct., år-år	4,3	-1,4	-0,4	1,0	
Offentlige investeringer, pct., år-år	6,0	1,6	13,1	-7,8	
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	855	852	851	855	
<small>1. Sammenvejret importpris for de lande, som Danmark eksporterer til. I prognosen forudsættes de samme vækstrater for de sammenvejede eksportpriser for de lande, som Danmark importerer fra.</small>					

og falde 7,8 pct. i 2024, se tabel A1. Den kraftige stigning i de offentlige investeringer i 2023 skal bl.a. ses i sammenhæng med, at der planlægges med lave offentlige bygge- og anlægsinvesteringer i 2022, samtidig med at niveauet beregningsteknisk er højt i 2023 og frem i den seneste mellemlistede fremskrivning, bl.a. på baggrund af antagelser om køb af nye kampfly.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er nedjusteret med 1,0 procentpoint i år og 0,3 procentpoint i 2023 i forhold til seneste prognose fra september 2021. Ændrede skøn for eksportmarkedsvæksten bidrager til at dæmpe væksten i 2022 og 2023. I år bidrager valutakurser positivt til væksten, men det opvejes af andre faktorer gennem 2022, herunder prisstigninger på el og gas samt øget usikkerhed.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er opjusteret 3,2 procentpoint i år og nedjuste-

ret 0,2 procentpoint i 2023. Olieprisen øger isoleret set forbrugerprisstigningerne med 0,8 procentpoint. Andre faktorer bidrager med 2,0 procentpoint og afspejler, at priserne på el og gas er steget mere, end hvad det normale gennemslag fra olie tilsiger. Derudover afspejler andre faktorer også de prisstigninger, som leveringsvanskeligheder giver anledning til. De kommende år vil fald i elpriser afspejles i et negativt bidrag til andre faktorer, mens højere lønninger bidrager positivt til inflationen.

Ændringer i prognosen

Tabel A2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Prognose fra september	3,1	2,4	1,7	1,7	1,6	1,7
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
Renteudvikling	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,7	0,2	0,0	0,3	0,2	0,3
Oliepriser	0,0	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1
Andre faktorer	-1,0	-0,2	0,0	2,0	-0,4	0,2
Denne prognose	2,1	2,1	1,7	4,9	1,4	2,2

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
15. marts 2022



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION