

DANMARKS NATIONALBANK

21. SEPTEMBER 2022 — NR. 11

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — SEPTEMBER 2022

Presset i økonomien bør dæmpes



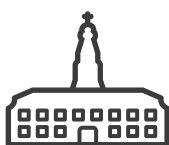
Prisstigningerne forbliver høje i 2023

Inflationen både herhjemme og i udlandet er på sit højeste i 40 år. Udsigten til høje prisstigninger på el og gas over vinteren bidrager til, at inflationen ventes at forblive høj ind i 2023. Den høje inflation har betydet, at renterne er steget markant.



Udsigt til svagere økonomisk vækst

De stigende renter lægger sammen med forringet købekraft blandt husholdningerne en dæmper på økonomien i udlandet og herhjemme. Efter en stærk genopretning sidste år, som har medført et stramt dansk arbejdsmarked, er der udsigt til betydeligt svagere vækst de kommende år. Høj inflation og højere renter vil også føre til prisfald på boligmarkedet.



Finanspolitikken bør dæmpe efterspørgslen

Stramningen af pengepolitikken vil dæmpe inflationspresset i udlandet og herhjemme. Højt kapacitetspres og lav ledighed øger dog risikoen for en selvforstærkende løn- og prisudvikling. Risikoen er stigende, jo længere tid inflationen er høj. Derfor bør finanspolitikken nedbringe efterspørgslen markant og hurtigst muligt.

INDHOLD

- 2 KORT FORTALT
- 3 OVERBLIK OG ANBEFALINGER TIL DEN ØKONOMISKE POLITIK
- 16 AKTUELLE DRIVKRÆFTER I DANSK OG INTERNATIONAL ØKONOMI
- 17 KRAFTIGE STIGNINGER I FORBRUGERPRISERNE UDFORDRER DANSK ØKONOMI
- 30 MODVIND PÅ BOLIGMARKEDET DEN KOMMENDE TID
- 37 BILAG: ANTAGELSER OG ÆNDRINGER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

HØJ GLOBAL INFLATION

Høje prisstigninger på tværs af lande har svækket forbrugernes købekraft markant. Energiprisstigningerne ser ud til at forblive høje resten af året og bidrage til en stadig højere inflation i slutningen af året. Først i 2024 ventes inflationen at være nede omkring 2 pct. igen.

PENGEPOLITISK STRAMNING

Den høje inflation har fået centralbankerne verden over til at stramme pengepolitikken, og det har resulteret i kraftige rentestigninger. Sammen med den forringede købekraft giver de strammere finansielle forhold betydelig modvind til vækstbilledet både i Danmark og udlandet.

STRAMT ARBEJDSMARKED

Allerede nu er modvinden begyndt at sætte sit aftryk herhjemme, hvor bl.a. presset på arbejdsmarkedet er aftaget lidt siden foråret. Ledigheden ventes dog at være lav de kommende år, og på den baggrund skønnes lønstigningerne at tage yderligere til de kommende år.

VÆKSTPAUSE I DANMARK

Fremadrettet ventes modvinden at dæmpe især privatforbruget. Det vil give en vækstpause i dansk økonomi, hvor aktiviteten falder en smule til næste år. Vækstpausen kommer dog efter en stærk genopretning af økonomien sidste år, som har bragt dansk økonomi i højkonjunktur.

PRISFALD PÅ BOLIGMARKEDET

Højere renter og forringet købekraft ventes også at sætte sine spor på boligmarkedet. Over sommeren er handelsaktiviteten faldet betydeligt, og priserne på huse og lejligheder er begyndt at falde. Der ventes en fortsat opbremsning, hvor boligpriserne skønnes at falde knap 6 pct. til næste år.

RISIKO FOR LØN-PRIS-SPIRAL

Kombinationen af stort pres på arbejdsmarkedet, høj efterspørgsel og høj inflation skaber en risiko for en selvforstærkende dansk løn-pris-spiral. Risikoen stiger, jo længere tid inflationen er høj. Den økonomiske politik bør aktivt bidrage til at forebygge et sådant risikoscenarie.

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2021	2022	2023	2024
BNP (real), pct.	4,9	2,0	-0,1	1,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.046	3.161	3.150	3.126
Ledighed, brutto, 1.000 personer	106	76	89	97
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,8	10,7	10,4	10,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	2,6	1,9	1,9	1,5
Huspriser ¹ , pct. år-år	11,0	2,9	-5,6	-1,8
Forbrugerpriser, pct. år-år	1,9	8,6	4,3	1,7
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,6	3,7	4,5	3,9

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Nominelle priser på enfamiliehuse.

2. Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.



Nationalbanken anbefaler, at finanspolitikken bidrager til at dæmpe kapacitetspresset med knap 1 pct. af BNP i 2023, ud over hvad der ligger i finanslovsforslaget.

Overblik og anbefalinger til den økonomiske politik

Verdensøkonomien præges i øjeblikket af betydelige forstyrrelser i produktions- og forbrugsmønstre. Flere store, globale stød har sammen med lempelig økonomisk politik trukket udbud og efterspørgsel i hver sin retning over de seneste år. Senest har Ruslands invasion af Ukraine forstærket ubalancerne. Det er især kommet til udtryk på de globale råvaremarkeder, hvor bl.a. usikkerhed omkring fremtidig forsyning har ledt til høje stigninger i energi- og fødevarerpriser. Krigen har dermed øget den globale inflation, der i forvejen var taget til i kølvandet på pandemien.

Herhjemme og i euroområdet er inflationen på sit højeste niveau i 40 år. I Danmark er inflationen steget til 9,9 pct. i august, se figur 1. Den høje inflation har fået centralbanker verden over til at stramme pengepolitikken, og det har resulteret i kraftige stigninger i markedsrenterne. For eksempel er renterne på lange realkreditobligationer herhjemme steget med mere end 2 procentpoint i år som følge af bl.a. udsigt til pengepolitiske stramninger.

Modvind i global økonomi

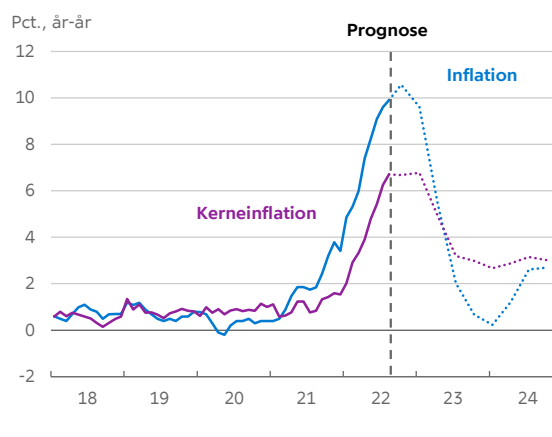
Den betydelige modvind fra de store prisstigninger og højere renter lægger allerede nu en dæmper på den økonomiske udvikling verden over. Den samlede aktivitet, målt ved bruttonationalproduktet, BNP, faldt tilbage i 1. halvår 2022 i USA, hvor økonomien ellers er i højkonjunktur. I Kina faldt aktiviteten også, bl.a. som følge af udbredte coronarelaterede nedlukninger og nedgang på det kinesiske ejendomsmarked.

I euroområdet er konjunktursituationen mere neutral end i USA, og her steg aktiviteten i 1. halvår. Stigningen skyldtes dog i høj grad genåbningerne efter vinterens høje smitte. Forbrugertilliden faldt drastisk over hele Europa efter den russiske invasion af Ukraine og har siden ligget lavere end under udbruddet af coronapandemien i foråret 2020. Erhvervstilliden er på det seneste fulgt med nedad, og det tegner samlet set et billede af, at aktiviteten i europæisk økonomi er bremsset op.

Opbremningen står dog i slående kontrast til stærke arbejdsmarkeder på tværs af lande. Både i euroområdet og USA er ledigheden meget lav, og der er fortsat markant vækst i beskæftigelsen. Sam-

Inflationen ventes at forblive høj i 2023

Figur 1



Anm.: Inflation og kerneinflation er opgjort ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP. Historisk data er på månedsfrekvens, mens prognose er på kvartalsfrekvens.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

tidig melder virksomhederne fortsat om mangel på arbejdskraft.

Vækstnedgang fra et stærkt udgangspunkt

Herhjemme har der været en vækstpause i 1. halvår efter kraftig fremgang i 2021 med stort kapacitetspres i økonomien. Fremgangen i den private sektor er stilnet af, selvom indtjeningen i virksomhederne er høj som følge af store prisstigninger. Den høje inflation tærer på husholdningernes købekraft og vil få reallønnen til at falde betydeligt i år, se figur 2. Samtidig er boligpriserne begyndt at falde.

Arbejdsmarkedet vidner dog om, at presset i dansk økonomi endnu er betydeligt, og at økonomien stadig er i højkonjunktur – også selvom virksomhederne slår lidt færre stillinger op end tidligere og melder om lidt mindre mangel på arbejdskraft. Kombinationen af højkonjunktur i Danmark og høj inflation skaber risiko for en selvforstærkende løn-pris-spiral, hvor inflationsforventningerne herhjemme ikke længere understøtter en stabil løn- og prisudvikling. Risikoen er stigende, jo længere tid inflationen er høj. Selvom inflationen forventes at forblive høj ind i 2023, vurderes der i udgangspunktet ikke at udspille sig en selvforstærkende løn-pris-spiral, se

temasiderne *Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi*.

Også fremadrettet er der fortsat stærke efterspørgseldæmpende kræfter i spil både herhjemme og i udlandet i form af bl.a. høje stigninger i forbrugerpriser og renter. De efterspørgseldæmpende kræfter slår gradvist igennem og må over de næste par år forventes at dæmpe aktivitetspresset betydeligt. Det gradvise gennemslag efterlader nogen usikkerhed om styrken i den danske og udenlandske konjunktur på 1-2 års sigt. I denne prognose ventes dansk BNP at stige med 2 pct. i år, falde med 0,1 pct. næste år og stige med 1,2 pct. i 2024. Der er således tale om en decideret vækstpause herhjemme, da den høje vækstrate for 2022 reelt dækker over, at BNP vil være lavere i 4. kvartal 2022 end i 4. kvartal 2021.

Inflationen forbliver høj over vinteren

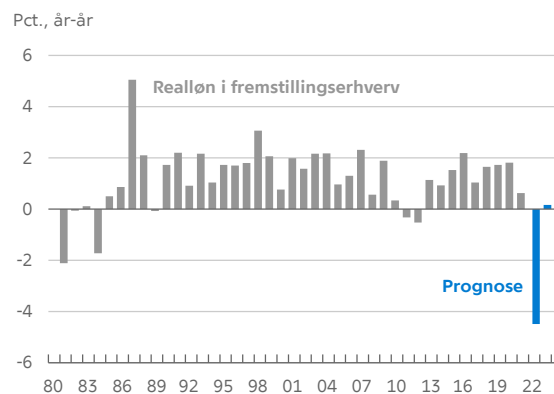
De stigende priser er i øjeblikket det helt centrale tema i global økonomi. Høje prisstigningstakter på tværs af lande er grundlæggende udtryk for, at udbuddet i dele af økonomien ikke kan følge med den kraftige genopretning af den globale efterspørgsel i kølvandet på pandemien. Ydermere har den stærke globale efterspørgsel skabt et miljø, hvor virksomhederne lettere end i årene før pandemien kan overvælde stigende omkostninger til forbrugere.



Inflationen i år ventes at blive på linje med risikoscenariet i Nationalbankens marts-prognose. Det afspejler, at store dele af forudsætningerne for risikoscenariet i marts har materialiseret sig siden.

Udsigt til forringet købekraft for husholdningerne

Figur 2



Anm: Realløn er timeløn i fremstillingserhverv i forhold til HICP.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

De store økonomiske stød fra først coronapandemien og senere den russiske invasion af Ukraine har været de afgørende faktorer bag, at udbuddet har været begrænset: Først har flaskehalsene i forsyningskæder, der blev skabt af nedlukninger, forstyrret det globale udbud på transportmarkeder og i industri verden over og ført til store prisstigninger i producentledet. Dernæst har Ruslands invasion af Ukraine skabt store forstyrrelser på energi- og fødevaremarkeder, der særligt i Europa har ført til store prisstigninger.

I USA har forbrugerprisstigningerne ekskl. energi og fødevarer, dvs. kerneinflationen, været høje længe, og kerneinflationen var i august 6,3 pct. målt ved CPI-indekset. I euroområdet og i Danmark er kerneinflationen nu også steget til henholdsvis 5,5 og 6,7 pct.¹, og det underliggende prispres ser dermed ud til at være af omtrent samme størrelse i USA og Europa. Årsagerne er dog forskellige. I USA er inflationen i høj grad drevet af høj efterspørgsel og store lønstigninger, understøttet af tidligere lempelig økonomisk politik, mens inflationen i euroområdet i højere grad er øget af udbudsforstyrrelser og afsmittende effekter fra den stærke amerikanske efterspørgsel, se temasiderne *Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi*.

¹ For euroområdet og Danmark opgøres kerneinflationen som forbrugerpriserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

På energimarkedene peger priserne på kontrakter for fremtidig levering, dvs. futurespriser, på, at prisstigningerne på gas og el vil være høje hen over vinteren. De høje futurespriser skal formentlig ses i lyset af stor usikkerhed om fremtidige forsyninger som følge af Ruslands krig mod Ukraine og de efterfølgende sanktioner mod Rusland. Desuden har udbredte tørkeperioder og vedligeholdelsesarbejde hæmmet elproduktionen fra vand- og atomkraftværker. Selvom oliepriserne er faldet den seneste tid, opvejer det ikke, at der samlet set er udsigt til høj energiprisinflation resten af året.

De høje energipriser bidrager til, at inflationen herhjemme forventes at stige yderligere til ca. 11 pct. ved udgangen af 2022, og at gennemsnittet for året som helhed vil blive 8,6 pct., se tabel 1. Det er på linje med risikoscenariet i Nationalbankens marts-prognose og afspejler, at store dele af forudsætningerne for energipriserne i risikoscenariet i marts siden har materialiseret sig.² Markedsdeltagerne forventer dog, at priserne på gas og el vil falde betydeligt i 2. halvår 2023. Selvom kerneinflationen ventes at forblive høj som følge af tiltagende lønstigninger og andre produktionsomkostninger, der sendes videre til forbrugerne, skønnes den samlede forbrugerprisinflation herhjemme derfor at reduceres til 4,3 pct. næste år. I 2024 ventes inflationen at falde til 1,7 pct., hvilket er lidt lavere end målsætningen i euroområdet. Energipriserne forventes i sig selv at trække den samlede inflation i 2023 ned med 0,3 procentpoint og med 1,7 procentpoint i 2024.

Inflationen herhjemme ventes i årene 2022-24 samlet set at være lidt lavere end i euroområdet. Den Europæiske Centralbank, ECB, venter en lidt lavere gennemsnitlig inflation i euroområdet i 2022 end nærværende prognose for danske forbrugerpriser, men det modsvares imidlertid af en lavere gennemsnitlig inflation i Danmark i 2023 og 2024. Forskellene afspejler bl.a. tre faktorer: Først og fremmest er gennemslaget

Høj inflation i år

Tabel 1

	2022	2023	2024
Inflation			
Danmark (HICP)	8,6	4,3	1,7
Euroområdet (HICP)	8,1	5,5	2,3
USA (CPI)	7,5	3,2	2,5
Kerneinflation			
Danmark (HICP)	5,1	4,5	3,2
Euroområdet (HICP)	3,9	3,4	2,3
USA (CPI)	5,9	3,1	2,5

Anm.: Kerneinflation for euroområdet og USA er opgjort som henholdsvis HICP og CPI ekskl. energi og fødevarer, og for Danmark som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. For USA vises inflation for 4. kv. i pågældende år.

Kilde: Danmarks Nationalbank for Danmark, ECB for euroområdet og Survey of Professional Forecasters 3. kvartal 2022 for USA.

fra energiråvarepriser til energipriserne i HICP-indekset sket hurtigere i Danmark end i euroområdet. For det andet afbøder afgiftsned sættelser i euroområdet delvist energiprisstigninger i år, men skubber inflationen op, når de udfases. For det tredje har der i løbet af de seneste uger været store udsving i markedsdeltagernes forventninger til energiråvarepriser, hvilket påvirker inflationsskønnet for danske forbrugerpriser betydeligt, se temsiderne *Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi*. Der er således forskel til de forudsætninger om energipriser, som ECB lægger til grund for sin prognose.

Arbejdsmarkeder i fremgang på tværs af lande

Der har været fortsat fremgang på arbejdsmarkederne i udlandet. Både i euroområdet og USA er be-

2 Marts-prognosen fremlagde et risikoscenarie med HICP-inflation på 8,8 pct. i 2022. Det afspejlede, at konsekvenserne af Ruslands krig mod Ukraine bl.a. ville sætte sig i endnu højere energipriser end forventet på energimarkedene på det tidspunkt. Se Danmarks Nationalbank, Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts 2022. Mens olieprisen i dag er faldet, har gasprisen i vidt omfang udviklet sig som i risikoscenariet. Samtidig er energi- og fødevarerprisstigninger slået mere igennem til forbrugerpriserne end forudsat i marts. Andre dele af risikoscenariet, herunder en eskalering af krigen og rationering af produktionen i Europa, har ikke materialiseret sig.

skæftigelsen vokset yderligere i år, og i USA er den nu tilbage på samme niveau som før pandemien, se figur 3. Det er på trods af, at erhvervsfrekvensen i USA endnu er under niveauet fra før pandemien.

Ledigheden er samtidig forblevet lav i både Europa og USA, og i euroområdet er ledigheden på sit laveste siden euroens indførelse. Selvom antallet af ledige pr. stillingsopslag er steget en smule igen, se figur 4, tegner der sig dermed fortsat et billede af betydeligt pres på arbejdsmarkedet uden for Danmark.

Presset på det danske arbejdsmarked er også stadig højt. Beskæftigelsen i Danmark er vokset væsentligt mere end i både euroområdet og i USA. Særligt den private beskæftigelse er fortsat med at stige igennem 2. kvartal, og niveauet har været stort set uændret i den offentlige sektor, selvom der er mindre behov for coronarelaterede aktiviteter som fx test og vaccinering. I alt er der 161.000 flere lønmodtagere sammenlignet med umiddelbart før pandemien. Arbejdsstyrken er dog samtidig steget, og beskæftigelsesfrekvensen herhjemme er på niveau med årene op til finanskrisen.

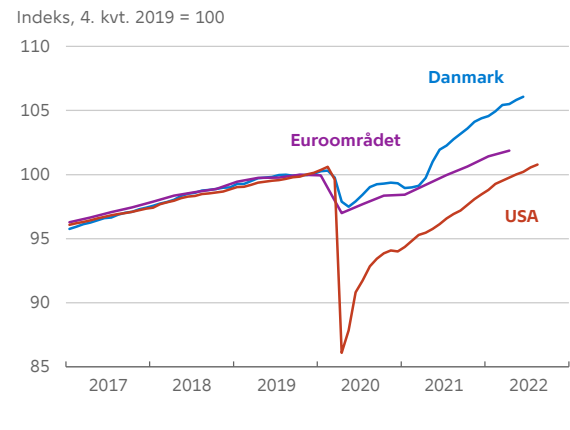
De seneste måneder har imidlertid vist begyndende tegn på, at presset på arbejdsmarkedet er ved at tage af. Ledigheden har i 2. kvartal stabiliseret sig på et lavt niveau svarende til perioden op til finanskrisen, når der ses bort fra tilgangen af personer på integrationsydelse, der omfatter ukrainske flygtninge. Færre virksomheder melder om mangel på arbejdskraft, og virksomhederne har generelt lavere forventninger til ansættelsesaktiviteten de kommende måneder på tværs af brancher. Samtidig er antallet af nye jobopslag faldet, omend niveauet endnu er højt.

Udsigt til højere lønstigninger herhjemme og i udlandet

Presset på arbejdsmarkedet har givet anledning til højere lønstigninger. I USA er lønstigningerne øget igennem 2021 og er aktuelt knap 3 procentpoint højere, end de har været over de seneste ti år op til pandemiens udbrud. Herhjemme og i euroområdet er lønstigningerne på det seneste vokset til et niveau, der er foreneligt med produktivitetsvæksten over det seneste årti og ECB's inflationsmålsætning. Det er tidligere set, at lønnen reagerer med forsinkelse på strammere arbejdsmarkedet. Trods udsigten til et mere afdæmpet vækstforløb fremadrettet er der derfor grobund for, at lønstigningerne vil tage yderligere til den kommende tid.

Fortsat beskæftigelsesfremgang på tværs af lande

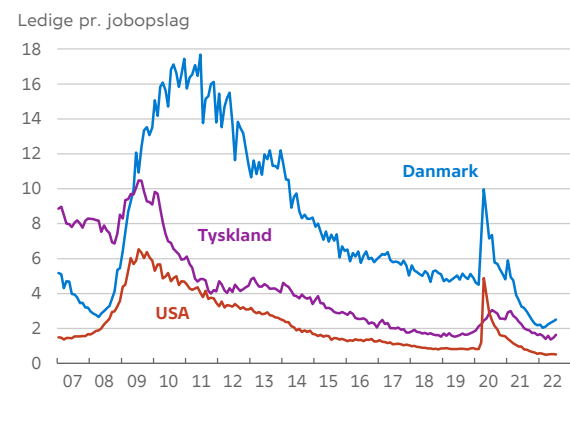
Figur 3



Anm.: Beskæftigelsen i Danmark og USA er på måneder, mens den i euroområdet er på kvartaler.
 Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og U.S. Bureau of Labor Statistics.

Arbejdsmarkedet er stramt både herhjemme og i udlandet

Figur 4



Anm.: Niveauer på tværs af lande er ikke nødvendigvis sammenlignelige.
 Kilde: Macrobond og egne beregninger.



Kombinationen af højkonjunktur i Danmark og høj inflation skaber risiko for en selvforstærkende løn-pris-spiral. Risikoen er stigende, jo længere tid inflationen er høj.

Det er en naturlig tilpasningsmekanisme i en markedsøkonomi, at stramme arbejdsmarkeder fører til højere lønstigninger. Hvis stigende inflationsforventninger og den nuværende udhuling af reallønnen fører til højere fremtidige lønkrav, og virksomhederne efterfølgende direkte vælter de øgede omkostninger over på deres salgspriser, kan det imidlertid igangsætte en løn-pris-spiral, hvor højere løn- og prisstigninger bliver selvforstærkende og ude af trit med arbejdsmarkedet.

Det er sandsynligt, at den i øjeblikket høje inflation i et vist omfang smitter af på de fremtidige lønkrav, men det er ikke vurderingen, at der er udsigt til en egentlig løn-pris-spiral som fx i 1970'erne, hvor løn- og prisudviklingen var selvforstærkende og ude af trit med arbejdsmarkedet. Denne vurdering skyldes flere forhold. For det første har centralbanker over de seneste 40 år forpligtet sig til at benytte pengepolitikken til at bekæmpe inflation og forankre inflationsforventninger. Derfor er de fleste mål for inflationsforventninger endnu velforankrede på et niveau, der er foreneligt med centralbankernes inflationsmålsætninger. For det andet er inflationsin-

deksering af lønninger afskaffet herhjemme og i vidt omfang i udlandet. Lønningerne stiger således ikke automatisk med priserne, hvilket dæmper risikoen for selvforstærkende stigninger.

Lønningerne i dansk industri forventes med afsæt i det stramme arbejdsmarked at stige med omkring 3,7 pct. i år, 4,5 pct. til næste år og ca. 4 pct. i 2024. Det er særligt det store fald i ledigheden igennem sidste år, der driver lønvæksten. Set over de tre år er lønstigningerne væsentlig højere end i årene op til finanskrisen, men lidt lavere end i euroområdet, hvor ECB forventer lønstigninger på 4,8 pct. i 2023 og 4,0 pct. i 2024, målt ved lønsummen pr. beskæftiget.³ Lønstigningerne herhjemme dækker imidlertid over en betydelig mere afdæmpet reallønsudvikling i år og til næste år end i højkonjunktoren før finanskrisen. Både i Danmark og euroområdet medfører de højere lønstigninger og den lavere prisudvikling dog fornyet reallønsfremgang for husholdningerne mod slutningen af 2024.

Lav vækst i global økonomi fremadrettet

De meget høje prisstigninger på tværs af lande har givet anledning til en global opstramning af pengepolitikken. Det er den primære årsag til, at de finansielle forhold i den globale økonomi er blevet betydeligt strammere i løbet af året.⁴ Opstramningen af pengepolitikken skal dels dæmpe prispresset, dels sikre, at forventningerne til inflationen er velforankrede.

I USA har den amerikanske centralbank, Fed, sat den pengepolitiske rente op med 2,25 procentpoint i år, og i euroområdet har ECB hævet renten på indskudsfaciliteten med 1,25 procentpoint, se figur 5. Før det har ECB stoppet de samlede nettoopkøb under sine opkøbsprogrammer, omend de fortsat har betydelige obligationsbeholdninger. Både ECB og Fed har dertil signaleret yderligere stramninger af pengepolitikken.

3 I nærværende prognose forventes det lignende lønbegreb at stige med 3,3 pct. i 2022, 3,6 pct. i 2023 og 3,0 pct. i 2024.

4 Se Danmarks Nationalbank, Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 10, september 2022.

Begge centralbanker betoner vigtigheden af at reagere kraftigt og hurtigt, idet opstramninger virker med en vis forsinkelse, og en længere periode med høj inflation forøger risikoen for, at inflationsforventningerne driver op og igangsætter en løn-pris-spiral.⁵ Markedet forventer nu, at pengemarkedsrenterne i Europa øges med yderligere 2 procentpoint over det kommende år.

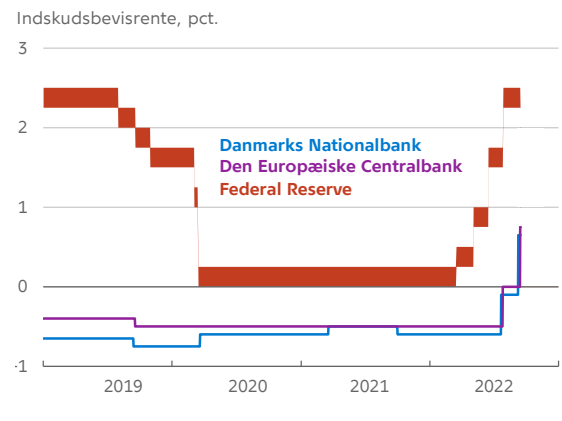
Modsat pengepolitikken har finanspolitikken i Europa forsøgt at understøtte købekraften og kompensere for de høje forbrugerprisstigninger. Mange lande har sat energifgifter ned og/eller udbetalt betydelige beløb til husholdninger som kompensation for høje energiudgifter. Hertil kommer initiativer fra udrulningen af EU's genopretningsfond og øgede offentlige udgifter til energiomstilling og forsvar. Samlet set er finanspolitikken lempelig i euroområdet både i år og til næste år, se figur 6. Det er med til at holde hånden under efterspørgslen, og det øger isoleret set både størrelsen og varigheden af presset på priserne. Dermed øges behovet for at opstramme pengepolitikken.

De strammere finansielle forhold lægger en dæmper på den samlede efterspørgsel. Det ses bl.a. i det amerikanske detailsalg, som er faldet betydeligt, omend fra et højt niveau. Det samme billede gør sig gældende i euroområdet. Industriproduktionen har i både USA og euroområdet været omtrent uændret de seneste måneder, mens erhvervstilliden, målt ved PMI-indekset, peger på lavere aktivitet de kommende måneder. Gennemslaget fra strammere finansielle forhold til boligmarkederne har desuden vist sig i nogle europæiske lande igennem fald i eller opbremsning af boligprisudviklingen, mens priserne endnu stiger i USA.

I sin seneste prognose fra juli forventer Den Internationale Valutafond, IMF, at global økonomi vokser med 3,2 pct. i 2022. Det dækker dog over en opbremsning gennem året efter kraftig vækst i 2021, og år til år-væksten i 4. kvartal 2022 er på 1,7 pct. Vækstafmatningen er endnu mere tydelig blandt Danmarks nærmeste samhandelspartnere. I USA forventer IMF, at år til år-væksten i 4. kvartal er 1 pct., mens ECB i sin prognose fra september venter, at år til år-væksten i euroområdet vil være 1,3 pct. i 4. kvartal. Opbremsningen afspejler især strammere

Centralbankerne har strammet pengepolitikken og hævet renterne hen over sommeren

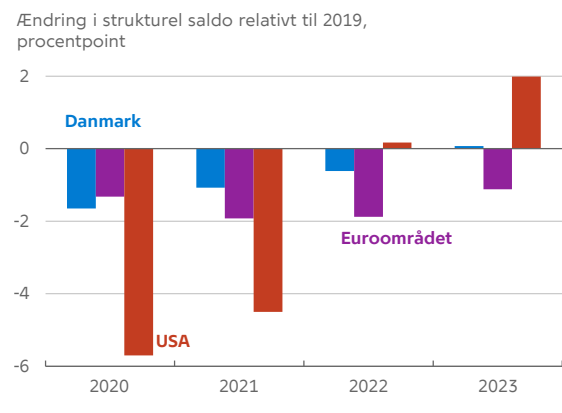
Figur 5



Kilde: Danmarks Nationalbank, ECB og Fed.

Finanspolitikken er lempelig i euroområdet

Figur 6



Anm.: Strukturel saldo baseret på OECD *Economic Outlook* i juni. En negativ værdi indikerer, at finanspolitikken er lempelig i forhold til 2019.

Kilde: OECD og egne beregninger.

⁵ Se fx talerne fra Fed's Jerome Powell ([link](#)) og ECB's Isabel Schnabel ([link](#)) ved Jackson Hole.

finansielle forhold og den høje inflation, som udhuler husholdningernes købekraft, men også en naturlig opbremsning i kølvandet på kraftig genopretning efter nedlukninger i 2021. Udsigten for den europæiske økonomi, herunder særligt den tyske, skal desuden ses i lyset af lavere gasimport fra Rusland. For eksempel har den tyske regering allerede nu indført eksplicitte retningslinjer for brugen af gas i Tyskland.

I 2024 ventes væksten i økonomierne i både USA og Europa at tage lidt til uden dog at give anledning til større kapacitetspres. I euroområdet afspejler det, at styrket købekraft, øget forbrugertilid og mindsket usikkerhed blandt husholdningerne bidrager til fornyet forbrugsfremgang. Højere finansieringsomkostninger lægger dog stadig en dæmper på efterspørgslen.

Udsigt til eksportfremgang trods aktuel modvind for vareeksporten

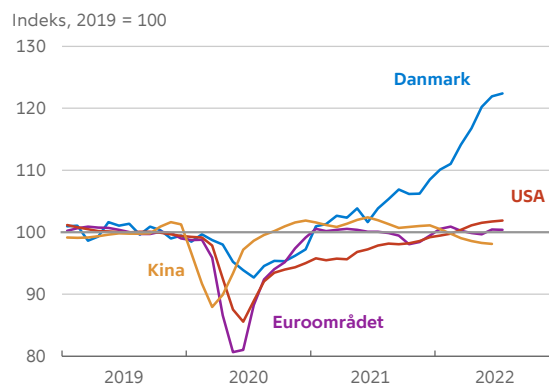
Vækstafmatningen blandt Danmarks samhandelspartnere lægger en dæmper på væksten i dansk eksport. Efter at have klaret sig godt igennem vinteren er særligt vareeksporten i mængder faldet tilbage i 1. halvår. I søtransporten har der kun været svag fremgang i de transporterede mængder, men indtjeningen har været høj på grund af høje fragtrater. Fremgang i turisme og øvrige tjenester har dog bidraget til pæn fremgang i mængder i den samlede tjenesteeksport.

Dansk industriproduktion, der er tæt knyttet til eksporten, skiller sig ud fra resten af verden. Herhjemme er industriproduktionen steget med ca. 10 pct. siden årsskiftet, mens den i euroområdet har været omtrent uændret, se figur 7. Den stærke industriproduktion står i kontrast til, at vareeksporten er faldet. Det er bl.a. produktion i dansk medicinalindustri, der adskiller sig fra euroområdet. Samtidig udgør medicinalindustrien en større andel af produktionen herhjemme.

Det høje kapacitetspres og de stramme arbejdsmarkeder har været med til at understøtte erhvervsinvesteringerne, der har været stigende herhjemme og i euroområdet det seneste år. Det er især byggeinvesteringerne, der har trukket fremgangen. I 2. kvartal var erhvervsinvesteringerne som andel af den samlede produktion, dvs. investeringskvoten, begge steder tæt på det gennemsnitlige niveau over de seneste to årtier.

Industriproduktionen i Danmark skiller sig ud

Figur 7



Anm.: Figuren viser 3-måneders glidende gennemsnit. For Kina er industriproduktionen omregnet til månedsfrekvens.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

I Europa og herhjemme har der desuden været stigende lagerinvesteringer i år til trods for den afdæmpede vækst. Det står i kontrast til den typisk tætte sammenhæng mellem øget efterspørgsel og øget lageropbygning i økonomien.⁶ Større lagre trods vigende efterspørgsel kan imidlertid afspejle, at virksomhederne efter en længere periode med kraftigt stigende priser og samtidige forsyningsvanskeligheder vælger at prioritere forsyningsikkerhed over højere lageromkostninger.

Svagere vækst i global økonomi vil sætte sine spor i eksporten for en lille, åben økonomi som den danske. Alligevel ventes dansk eksport samlet at stige med 3,5 pct. i 2022, 2,2 pct. i 2023 og 3,1 pct. i 2024. Det afspejler, at der, selvom eksportmarkedsvæksten er lavere end over de seneste årtier, trods alt er fremgang i udlandet. Derudover fortsætter tjenesteeksporten med at stige fra sit lave niveau under pandemien. Udviklingen indebærer, at eksporten samlet set bidrager til aktivitetsfremgang fremadrettet. Erhvervsinvesteringerne ventes imidlertid at bidrage mindre til aktiviteten end tidligere, i takt med at de stigende renter sætter deres aftryk på investeringslysten.

6 Se ECB, The role of the inventory cycle in the current recovery, ECB Economic Bulletin, nr. 2, 2022.

Forbruget dæmpes af forringet købekraft

Der er udsigt til, at den private indenlandske efterspørgsel kun bidrager svagt til aktivitetsfremgangen. Det skyldes, at høje forbrugerprisstigninger tærer på danske husholdningers købekraft, som det også er tilfældet i udlandet. Det er kommet tydeligt til udtryk i forbrugertilliden herhjemme, der er lavere end under coronapandemien, og i indkomsterne korri-geret for inflation, der er faldet markant. Brugen af betalingskort peger også på, at forbruget ikke følger med prisstigningerne. Forbruget på betalingskort er kun steget svagt over sommeren, mens priserne er steget betydeligt, og opgjort i mængder vurderes forbruget derfor at være faldet. Andre dele af det private forbrug har også været hårdt ramt. Det gælder fx købet af biler, som er faldet betydeligt i år. Her er årsagen dog i højere grad forsyningsvanskelighederne i bilindustrien end manglende købekraft, men husholdningerne melder også om, at tiden ikke er den rette til at erhverve sig varige forbrugsgoder.

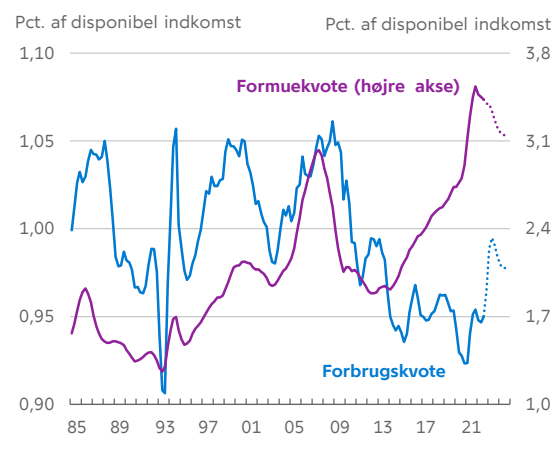
De seneste mange års fremgang med generelt faldende varepriser, stigende realindkomster og aktivpriser samt udbetalingen af feriepenge har forbedret husholdningernes generelle robusthed. Alene de seneste to år har husholdningerne oplevet betydelig formuefremgang fra bl.a. stigende bolig- og aktiepriser. I den aktuelle konjunktursituation med lav ledighed og høj jobsikkerhed er danske husholdninger derfor bedre rustede end i mange andre lande til at modstå noget af den købekraftsforringelse, som de i øjeblikket oplever. Husholdningerne mærker dog allerede nu en væsentlig nedgang i deres høje velstandsniveau, som må forventes at vare ved en rum tid endnu.

Selvom der har været stor beskæftigelsesfremgang og højere lønstigninger, ventes de store prisstigninger at give sig udslag i både lavere opsparing og lavere forbrug. Forringelsen af købekraft betyder, at husholdningerne må bruge en større del af deres indkomst på forbrug og dermed en mindre del på opsparing. Husholdningernes forbrug i forhold til deres indkomst, dvs. forbrugskvoten, forudsættes således at stige til et højere niveau end i årene før pandemien, se figur 8.

Lavere opsparing vurderes dog ikke fuldt at opveje den lavere købekraft. Husholdningerne ventes

Husholdningerne forbruger en større del af deres indkomst end før pandemien

Figur 8



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

således også at sænke forbruget, og på årsbasis skønnes det private forbrug korri-geret for inflation at falde med 1 pct. i år og stige med blot 0,4 pct. til næste år. I 2024 skønnes det private forbrug fortsat at være afdæmpet og stige med 1,1 pct. Det skal ses i lyset af, at husholdningerne i takt med den gradvist lavere inflation vil bruge en del af deres fornyede købekraft på at øge opsparingen. Forbrugskvoten ventes derfor at falde en smule igen.

Stigende renter og høj inflation dæmper boligpriserne

Forbruget er tæt knyttet til udviklingen på boligmar-kedet, hvor udsigterne er forværret betydeligt i løbet af i år. Forværringen skyldes især, at rentestigningerne på danske realkreditobligationer har været de kraf-tigste på så kort tid siden 1999. Stigningerne hænger ikke bare sammen med den globale pengepolitiske opstramning, men også med øgede risikopræmier.⁷

De højere renter er endnu ikke for alvor kommet til udtryk i boligpriserne, selvom de første fald har vist sig over sommeren. Der er imidlertid klare tegn på, at en opbremsning er undervejs, se temasideerne

7 Se Danmarks Nationalbank, Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 10, september 2022.

Modvind på boligmarkedet den kommende tid. Opbremningen er mest tydelig i handelsaktiviteten, som er faldet markant i 1. halvår og nu ligger under niveauet før pandemien. Det lavere tempo på boligmarkedet kommer efter to år med rekordmange handler og store boligprisstigninger.

Rentestigningerne på især de lange realkreditobligationer vil lægge et nedadrettet pres på boligpriserne de kommende år. De højere nominelle renter skal ses i sammenhæng med den højere inflation. På kort sigt vil høj inflation presse rådighedsbeløbene for boligkøbere og dermed lægge en dæmper på boligpriserne. På samme tid har coronapandemiens greb om samfundet løsnet sig herhjemme, og det bidrager formentlig til at mindske husholdningernes påskønnelse af bolig, i takt med at arbejdspladser, restauranter og adgangen til udlandsrejser er genåbnet.⁸

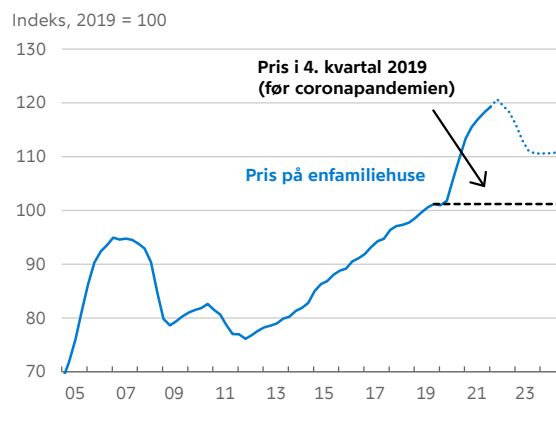
Omvendt understøtter en række faktorer boligpriserne. Højere nominelle lønstigninger på baggrund af det stramme arbejdsmarked vil bl.a. understøtte boligprisvæksten på lidt længere sigt, mens de nuværende høje og stigende byggeomkostninger også bidrager til at understøtte priserne på eksisterende boliger på kort sigt.



Der ventes en opbremsning på boligmarkedet med prislefald for enfamiliehuse på landsplan på knap 6 pct. til næste år.

Prisfald på boligmarkedet forude

Figur 9



Anm.: Nominelle huspriser på landsplan på kvartalsfrekvens. Prognose fra og med 2. kvartal 2022.
Kilde: Danmarks Nationalbank.

Samlet set ventes en opbremsning på boligmarkedet herhjemme med nominelle prisfald for enfamiliehuse på landsplan på ca. 9 pct. over det næste års tid, se figur 9. Ud over højere renter, inflation og delvis mindsket påskønnelse af bolig vil bolig efterspørgslen også blive dæmpet af effekter fra udsigt til svagere vækst, svækket forbrugertillid og øget usikkerhed. Prisfaldet kommer oven på to år, hvor priserne er steget 20 pct. på landsplan.

Som følge af det høje niveau ved indgangen til året ventes en prisstigning for enfamiliehuse for 2022 som helhed på ca. 3 pct., mens prisfaldet først er synligt på årsbasis i 2023, hvor der ventes et fald på knap 6 pct.

I takt med stigende indkomst ventes boligprisfaldene at tage af mod slutningen af 2023. Samtidig forventer markedet mere afdæmpede rentestigninger på lange realkreditobligationer over de kommende år. I 2024 stimulerer boligskattereformen ydermere efterspørgslen efter enfamiliehuse på landsplan, og huspriserne ventes at stige svagt gennem året. På årsbasis betyder det dog, at boligpriserne falder med næsten 2 pct. Der er betydelig forskel på reformens effekt på boligpriser på tværs af landet, og

⁸ Se Danmarks Nationalbank, Simon Juul Hviid mfl., Robustheden på boligmarkedet bør styrkes, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, juni 2021.

især for ejerlejligheder i København må forventes et nedadrettet pres på priserne som følge af reformen.⁹ Den forventede udvikling for priserne på enfamiliehuse efterlader dem knap 10 pct. højere i 2024 sammenlignet med udgangen af 2019, før pandemien brød ud.

Prisfaldet på boligmarkedet ventes i udgangspunktet ikke at begrænse forbruget for alvor. Boligejere har indtil nu været tilbageholdende med at omsætte øgede friværdier til forbrug, og de har således plads til at stå imod boligprisfald. Forventningen skal bl.a. ses i lyset af, at boligprisstigningerne under pandemien i større grad er tilfaldet husholdninger i den øvre del af indkomstfordelingen.¹⁰

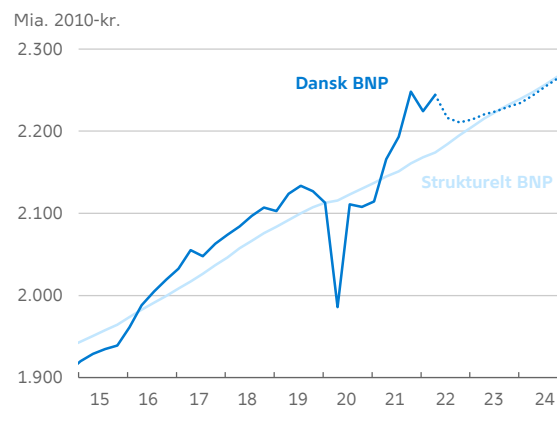
Med rentestigningerne er kurserne på lange realkreditobligationer samtidig faldet. Det giver boligejere med fastforrentede lån mulighed for at realisere kursgevinster og dermed frigive likviditet. Konverteringerne i løbet af 1. halvår 2022 estimeres at frigive likviditet for ca. 6 mia. kr.¹¹ Likviditeten vurderes at kunne understøtte husholdningernes forbrug de kommende år og delvist opveje købekraftsforringelsen.

Dansk økonomi går ind i en vækstpause

Samlet set er der udsigt til en væsentlig opbremsning i dansk økonomi resten af året. I 4. kvartal i år ventes BNP at være lavere end niveauet i 4. kvartal 2021, se figur 10. Selvom niveauet i år som helhed indebærer en vækst på 2 pct. fra niveauet i 2021, er der således fald i aktiviteten i sidste halvdel af året. Tilbagegangen og den høje inflation vil være mærkbar for danske husholdninger men skal dog samtidig ses i lyset af, at dansk økonomi sidste forår bevægede sig ind i en stærk højkonjunktur efter genop-

Væksten bremser op herhjemme

Figur 10



Anm.: Strukturelt BNP afspejler det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

retningen oven på pandemirestriktioner. Produktionsgabet¹² ventes derfor fortsat at være moderat omkring 1 pct. af BNP ved udgangen af i år.

Overskuddet på betalingsbalancen ventes at forblive særlig højt på knap 11 pct. af BNP i år, hvilket primært afspejler udviklingen på tjenestebalancen, hvor høje fragtrater giver stor indtjening på eksporten af søtransport. Importen forventes samlet set at stige svagere i mængder end eksporten. Den svage import hænger bl.a. sammen med den beskedne fremgang i husholdningernes forbrug, mens eksporten understøttes af, at dansk vareeksport er mindre konjunkturfølsom.¹³

9 På landsplan ventes boligreformen at reducere lejlighedspriserne med 5,8 pct., når den er fuldt indfaset, se Danmarks Nationalbank, Boligskatteaftalens effekt på boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2019. Beregningerne i analysen forudsatte dog implementering i 2021.

10 En boligprisestimation baseret på mikrodata peger på, at to tredjedele af værdistigningerne på enfamiliehuse fra december 2019 til december 2021 er tilfaldet den halvdel af husejerne, der havde den højeste indkomst. Estimationen præsenteres i en publikation fra Danmarks Nationalbank, der udkommer senere på året.

11 Se Danmarks Nationalbank, Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 10, september 2022.

12 Produktionsgabet afspejler presset i økonomien målt som afvigelsen fra det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

13 Se Danmarks Nationalbank, 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 næste år og frem ventes væksten i dansk økonomi at tage en smule til, men at udvikle sig svagere end sit potentiale. Den svagere vækst skyldes især, at de højere prisniveauer, foranlediget af den aktuelt høje inflation, vil tære på husholdningernes købekraft i en længere periode. Omvendt vil fortsat fremgang i udlandet understøtte dansk eksport og bidrage til højere vækst herhjemme. Det høje gennemsnitsniveau i 2022 indebærer, at BNP samlet set ventes at falde med 0,1 pct. i 2023 for derefter at stige med 1,2 pct. i 2024. Væksten indebærer, at konjunktoren i dansk økonomi vil være omtrent neutral mod udgangen af 2024, men med et vist fortsat kapacitetspres på arbejdsmarkedet og et stærkt indenlandsk prispres. Produktionsgabets ventes at være lukket ved udgangen af 2024 efter at have toppet på knap 4 pct. ved udgangen af 2021.

Den offentlige saldo understøttes af høj beskæftigelse og meget lav ledighed, og der ventes et overskud på 1,9 pct. af BNP i år, 1,9 pct. til næste år og 1,5 pct. i 2024. Høj beskæftigelse, stort nominelt forbrug og stigende indtjening i virksomhederne bidrager til høje offentlige indtægter de kommende år. Det modgås dog delvist af lavere indtægter fra pensionsafkastskatten, PAL, og faldende aktiekurser. Til næste år trækkes saldoen desuden ned af udbetalinger af for meget betalt ejendomsskat.

Nationalbanken anbefaler, at finanspolitikken bidrager til at dæmpe risikoen for selvforstærkende løn-pris-stigninger

Kombinationen af høj inflation og meget stramme arbejdsmarkeder i flere økonomier giver risiko for selvforstærkende løn- og prisforventninger. Risikoen forstærkes, jo længere tid inflationen er høj. Denne risiko kan afkoble inflationsforventningerne, så de ikke længere understøtter en stabil løn- og prisudvikling – også selvom der er udsigt til et mere afdæmpet vækstforløb i både dansk og global økonomi.

Pengepolitikken på tværs af lande dæmper i øjeblikket efterspørgslen og vil dermed bidrage til at mindske det globale inflationspres. Markedsrenterne er i løbet af året øget betydeligt på grund af bl.a. ECB's rentestigninger, markedsforventninger om yderligere

Danmarks Nationalbanks anbefalinger til den økonomiske politik

Danmarks Nationalbank anbefaler, at finanspolitikken bidrager til at dæmpe kapacitetspreset med knap 1 pct. af BNP i 2023 ud over, hvad der ligger i finanslovsforslaget.

Hvis der er et politisk ønske om at kompensere udvalgte befolkningsgrupper for den høje inflation, er det afgørende, at tiltagene samlet set ikke øger aktiviteten og dermed presset i økonomien. Samtidig bør tiltagene undgå at være prisforvridende, så forbrugernes tilskyndelse til at dæmpe energiforbruget bevares.

stigninger og stop for obligationsopkøb. Den danske fastkurspolitik har betydet, at der har været tilsvarende stramninger i Danmark, hvilket især har fået boligrenter herhjemme til at stige.¹⁴ Sammen med inflationens udhuling af husholdningernes købekraft vil det tage en stor del af dampen i dansk økonomi.

Herhjemme kan finanspolitikken i den aktuelle situation bidrage til at dæmpe risikoen for, at det store pres på arbejdsmarkedet og på forbrugerpriserne tilsammen giver sig udslag i meget kraftige lønstigninger. Det er dog ikke i sig selv en udfordring for dansk økonomi, hvis mangel på arbejdskraft giver anledning til lidt højere lønstigninger end hidtil under højkonjunktoren og i forhold til udlandet. Det skyldes flere forhold: Lønkonkurrenceevnen er gennem en årrække forbedret markant, betalingsbalanceoverskuddet er højt, og relativt højere lønstigninger end i udlandet er den centrale tilpasningsmekanisme til at dæmpe presset på arbejdsmarkedet i en lille, åben økonomi med fastkurspolitik som den danske.

Kraftige lønstigninger kan dog være en udfordring for dansk økonomi, hvis kombinationen af højt kapacitetspres og prispres igangsætter en egentlig lønpris-spiral i Danmark, hvor der i løndannelsen oprettholdes købekraft, og hvor virksomhederne samtidig forsøger at holde eller endda øge profitmargener. Det kan i givet fald give anledning til et pludseligt,

¹⁴ Se Danmarks Nationalbank, Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 10, september 2022.

stort tab af lønkonkurrenceevne. Det gælder særligt ved en væsentligt kraftigere udvikling i løn og priser end hos Danmarks samhandelspartnere. Et pludseligt, stort tab af lønkonkurrenceevne gør danske virksomheder sårbare. Risikoen for en løn-pris-spiral er stigende, jo længere tid inflationen er høj.

Regeringens finanslovsforslag for 2023 indebærer en opstramning i forhold til 2022. Der er imidlertid fortsat betydelige eftervirkninger på økonomien fra de finanspolitiske tiltag, som de seneste år har skubbet kraftigt til efterspørgslen herhjemme. Finansministeriet skønner i *Økonomisk Redegørelse* fra august, at finans- og strukturpolitikken samlet set øger produktionsgabets med knap 1 pct. i 2023, målt som den flerårige finanseffekt. Med udgangspunkt i risikoen for selvforstærkende løn- og prisstigninger i dansk økonomi bør finanspolitikken bidrage til at nedbringe efterspørgselspresset og presset på arbejdsmarkedet yderligere. Danmarks Nationalbank anbefaler, at finanspolitikken i den endelige aftale om finansloven bidrager til at dæmpe kapacitetspresset med knap 1 pct. af BNP i 2023 ud over, hvad der ligger i finanslovsforslaget. Nationalbanken er bevidst om, at der er en risiko forbundet med at stramme finanspolitikken i en økonomisk afmatning. Det vurderes dog, at risikoen for en løn-pris-spiral vejer tungere.

Den høje inflation opleves forskelligt blandt befolkningen. På tværs af indkomstgrupper er der generelt begrænsede forskelle i Danmark, se temaside *Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi*, men der kan være nogle husholdninger, som rammes hårdere end andre. Det gælder fx husholdninger, der opvarmer med gas og/eller bruger en stor del af deres indkomst på fødevarer. Hvis der er et politisk ønske om at kompensere udvalgte befolkningsgrupper, er det afgørende, at tiltagene samlet set ikke øger aktiviteten og dermed presset i økonomien. Samtidig bør tiltagene ikke være prisforvridende, så incitamenterne til at dæmpe energiforbruget bevares. Det bør undgås at indføre subsidier eller afgiftsreduktioner, der har til hensigt af afbøde virkninger fra de høje energipriser, da de blot vil understøtte forbruget af energi og kan øge priserne yderligere. Målrettede, midlertidige overførsler er et mere hensigtsmæssigt værktøj på kort sigt, omend man samtidig bør holde sig for øje, at gentagne udbetalinger svækker tilskyndelsen til at skifte væk fra dyre energikilder.

Risikobilledet peger nedad for den økonomiske vækst men opad for inflationen

Det er særligt nedadrettede faktorer, der præger risikobilledet for den globale vækst. Der er aktuelt stor usikkerhed om styrken af den globale konjunktur og det fremadrettede vækstforløb, og det vanskeliggør tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Forløbet for dansk økonomi, der beskrives her, baserer sig på udlandsvæksten fra OECD's prognose i juni, IMF's prognose i juli og ECB's prognose for euroområdet i september. Disse prognoser indebærer, at der for udlandet ikke er udsigt til egentlig tilbagegang. Der er imidlertid betydelig risiko for et decideret tilbageslag i global økonomi og dermed også herhjemme. Tilbageslaget kan dog være udløst af forskellige faktorer, og konsekvenserne for inflationen vil være forskellige, afhængigt af om tilbageslaget er udløst af yderligere udbudsforstyrrelser eller svagere efterspørgsel.

For eksempel kan den globale efterspørgsel blive slået betydeligt tilbage ved yderligere stramning af de finansielle forhold. Det gælder særligt, hvis stramningerne for at få inflationen ned bliver mere abrupte, end markederne forventer. Den globale efterspørgsel kan også blive trukket yderligere ned, hvis et skrøbeligt ejendomsmarked i Kina resulterer i en større vækstnedgang end ventet. Der er samlet set markant risiko for, at efterspørgslen på de danske eksportmarkeder kan blive lavere end lagt til grund i denne prognose. Lavere efterspørgsel globalt vil dæmpe aktiviteten i verdensøkonomien og vil i sig selv bidrage til at nedbringe inflationen.

Varigheden af de store udbudsforstyrrelser, som i øjeblikket præger verdensøkonomien, er imidlertid fortsat forbundet med stor usikkerhed. En krig udspiller sig aktuelt på det europæiske kontinent, og det europæiske ønske om mindre samhandel med Rusland kan på kort sigt lægge en yderligere dæmper på vækstudsigterne. Et konkret risikoscenarie på kort sigt er en fuld embargo på russisk gas og olie, hvilket kan føre til rationering af gas til europæiske virksomheder. Denne risiko er allerede nu tæt på at materialisere sig og vil dermed kun skære lidt yderligere af væksten end lagt til grund i nærværende prognose. Dertil er der risiko for endnu større forstyrrelser på fødevaremarkederne. Begge udfald begrænser produktions- og forbrugsmuligheder og fører derigennem til lavere vækst, men presser samtidig priserne op.

Coronapandemien, og håndteringen af den, spørger desuden stadig. Trods høje vaccinationsrater i Vesten er billedet anderledes i Kina og blandt udviklingsøkonomierne. Forsyningsproblemerne kan blive trukket i langdrag af nye mutationer eller nye nedlukninger for at inddæmme eksisterende mutationer, og i værste tilfælde kan det føre til nye globale produktions- og forbrugsbegrænsninger.

Fælles for disse risici knyttet til udbudsforstyrrelser er, at der er betydelig risiko for, at de øger inflationen yderligere. Lavere vækst og højere inflation vil

være en uønsket kombination, der gør en yderligere markant stramning af pengepolitikken nødvendig. Det udgør en særlig risiko herhjemme og i USA og i visse europæiske lande, hvor der har været stor aktivitetsfremgang indtil nu, stramme arbejdsmarkeder og store opsparinger til at modstå prisstigninger. Hvis udbudsforstyrrelserne til gengæld forsvinder hurtigere end forventet, kan det løsne prispresset betydeligt.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 2

					2021	2022	
	2021	2022	2023	2024	4. kvrt.	1. kvrt.	2. kvrt.
Realvækst i forhold til perioden før, pct.							
BNP	4,9	2,0	-0,1	1,2	2,5	-1,1	0,9
Privat forbrug ¹	4,2	-1,0	0,4	1,1	-0,6	-2,5	-0,6
Offentligt forbrug	4,2	0,7	-0,7	1,1	4,0	-1,9	0,5
Boliginvesteringer	9,9	4,8	-7,6	-3,2	2,7	5,7	-0,4
Offentlige investeringer	3,9	-2,3	2,9	4,5	3,0	-5,6	1,9
Erhvervsinvesteringer	6,3	5,0	-1,7	-1,6	1,6	3,2	-2,3
Lagerinvesteringer mv. ²	0,0	0,4	0,0	0,0	0,8	-0,6	1,3
Eksport	8,0	3,5	2,2	3,1	3,9	-1,1	0,7
Industrieksport	11,1	1,9	2,0	3,1	3,2	-2,5	1,0
Import	8,0	2,1	1,7	2,4	3,2	-2,2	0,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.046	3.161	3.150	3.126	3.113	3.140	3.162
Ledighed, brutto, 1.000 personer	106	76	89	97	82	74	73
Betalingsbalance, pct. af BNP	8,8	10,7	10,4	10,2	9,1	9,8	11,8
Offentlig saldo, pct. af BNP	2,6	1,9	1,9	1,5	1,4	-0,3	2,5
Huspriser ³ , pct. år-år	11,0	2,9	-5,6	-1,8	7,9	5,2	
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	1,9	8,6	4,3	1,7	3,5	5,4	8,2
Timeløn ⁴ (industrien), pct. år-år	2,6	3,7	4,5	3,9	3,2	3,8	3,4

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. Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.

Aktuelle drivkræfter i dansk og international økonomi

Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi

Side 17

Modvind på boligmarkedet den kommende tid

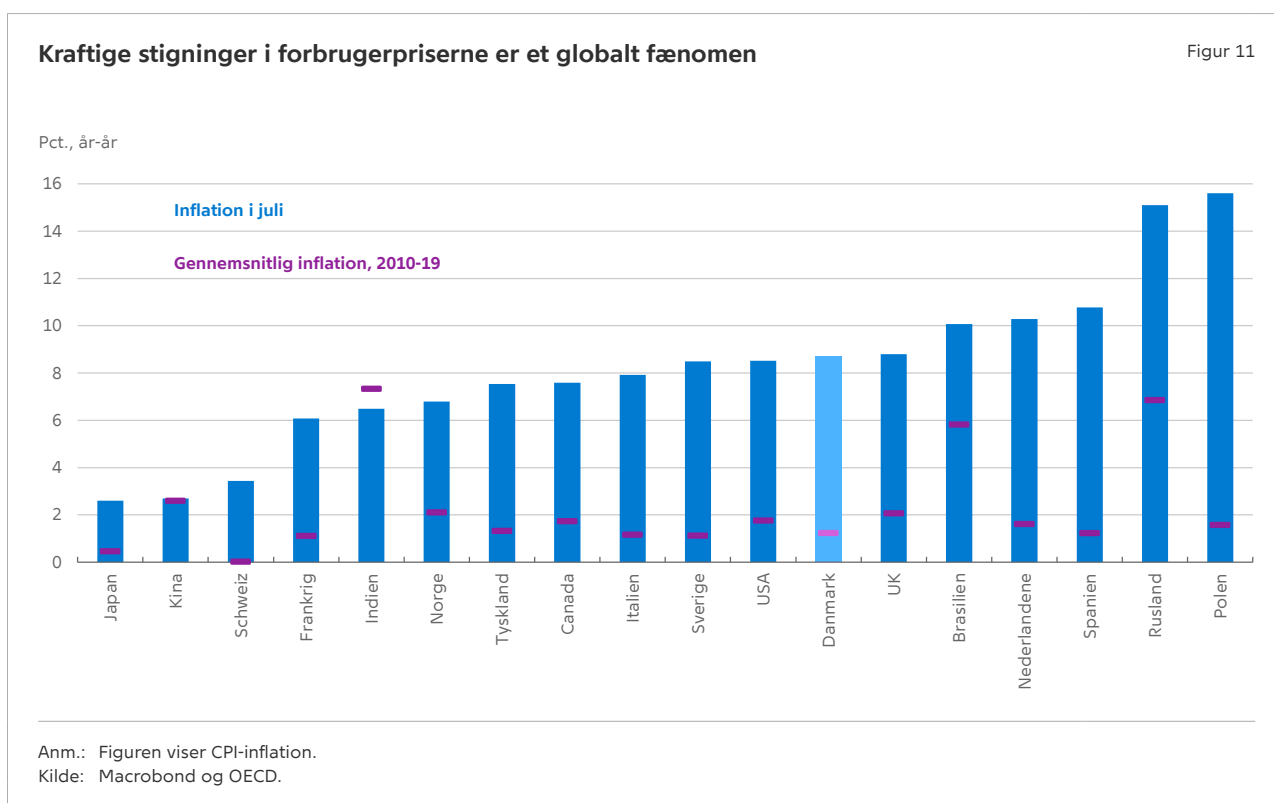
Side 30

Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi

Kraftige forbrugerprisstigninger præger i øjeblikket verdensøkonomien, hvor inflationen i mange lande er steget til et ekstraordinært højt niveau, se figur 11. Den høje globale inflation smitter også af på en lille, åben økonomi som den danske, hvor forbruger-

priserne i meget høj grad er drevet af internationale forhold, se boks 1 på side 28.

De høje prisstigningstakter er grundlæggende udtryk for, at udbuddet i dele af økonomien ikke kan



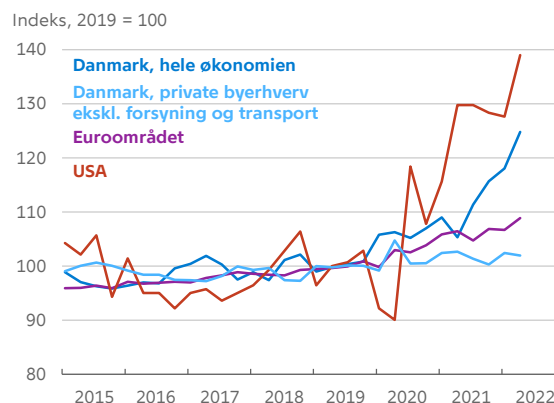
følge med den kraftige genopretning i den globale efterspørgsel i kølvandet på pandemien. Det er bl.a. tidligere finans- og pengepolitiske stimuli, især i USA, som understøtter den stærke globale efterspørgsel og skaber et miljø, der gør det lettere for virksomheder at vælte højere omkostninger til fx energi og råvarer over på forbrugerne. Amerikanske virksomheders enhedsprofitter er øget mærkbart siden 2021, hvilket peger på, at den stigende inflation på verdensplan bl.a. er et resultat af, at virksomhederne under ét har været i stand til at hæve deres profitmarginer, se figur 12. Herhjemme er enhedsprofiten også steget, men det skyldes i vid udstrækning en høj indtjening i transport, som kun i mindre grad påvirker den indenlandske prisdannelse. Derudover skubber kapacitetspres på arbejdsmarkedet og højere lønninger også på forbrugerpriserne i Danmark og i dele af udlandet.

Verdensøkonomien præges stadig af betydelige produktionsforstyrrelser, omend de er aftaget igennem 2022. Coronapandemien har sammen med den kraftige opsving i vareforbruget efter genåbningerne været en afgørende faktor bag flere af udbudsbegrænsningerne. For eksempel har nedlukninger skabt flaskehalse i forsyningskæderne og har dermed forstyrret de globale transportmarkeder og industrien verden over og ført til store prisstigninger i producentledet. Udbudsbegrænsningerne hæmmer den globale produktion og bidrager til, at der ikke er nok varer og tjenester til at imødekomme den stærke efterspørgsel.

Inflationen er taget til i styrke efter Ruslands invasion af Ukraine, bl.a. fordi den har ført til betydelige prisstigninger på energi, metaller og fødevarer. Siden foråret har forbrugerprisstigningerne været ekstraordinært kraftige i Danmark og euroområdet, mens de modsat er bøjet en smule af i USA, se figur 13. Årsagerne til inflationen er ikke ens på tværs af de tre økonomier og knytter sig i USA og Danmark i højere grad til en stærk efterspørgsel end i euroområdet. For eksempel var den indenlandske efterspørgsel i Danmark og USA i 2. kvartal 2022 tilbage på trenden fra før pandemien, mens den i euroområdet kun var lidt over niveauet ved udgangen af 2019.¹⁵

Stigende enhedsprofit i USA bidrager til høj inflation på verdensplan

Figur 12



Anm.: *Enhedsprofit* er defineret som bruttooverskud i nationalregnskabet i forhold til bruttoværditilvæksten i mængder, BVT. *Private byerhverv* omfatter den markedsdækkende del af økonomien ekskl. landbrug, bolig, råstofudvinding, forsyning og transport. Data for USA henviser til ikke-finansielle selskaber.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond, OECD, U.S. Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

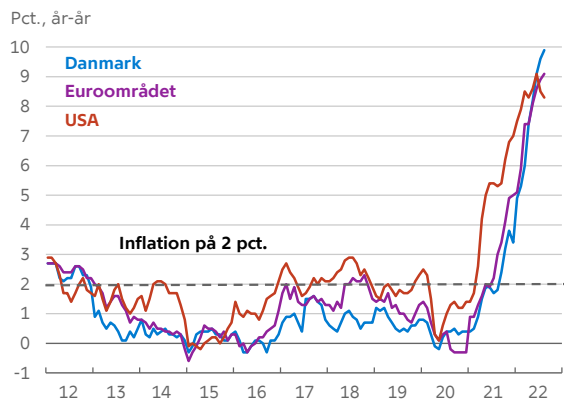
De danske forbrugerpriser i 2022 ser især ud til at være løftet af kombinationen af den aktuelle højkonjunktur og høje energipriser, se figur 14. Modelberegninger viser, at konjunkturpresset i dansk økonomi i sig selv har øget inflationen med 1,3 procentpoint i 2. kvartal 2022. Det er en smule højere end bidraget i årene op til finanskrisen, hvor dansk økonomi ligeledes var præget af et stort kapacitetspres. I beregningen bestemmes det estimerede konjunkturbidrag til inflationen især af størrelsen på produktionsgabet og hældningen på Phillipskurven, dvs. gennemslaget fra kapacitetspres til inflationen. Produktionsgabet i dansk økonomi var ifølge modellen kraftigt positivt i 2. kvartal 2022, hvilket sammen med en relativt stor estimeret effekt på inflationen ved kapacitetspres giver anledning til et betydeligt konjunkturbidrag til forbrugerpriserne.

¹⁵ En række studier har også peget på, at inflationen i euroområdet i højere grad er drevet af udbudsforhold end i USA, se fx ECB, Şebnem Kalemli-Özcan mfl. (2022), *Global supply chain pressures, international trade and inflation*, ECB Forum on Central Banking, juni 2022.

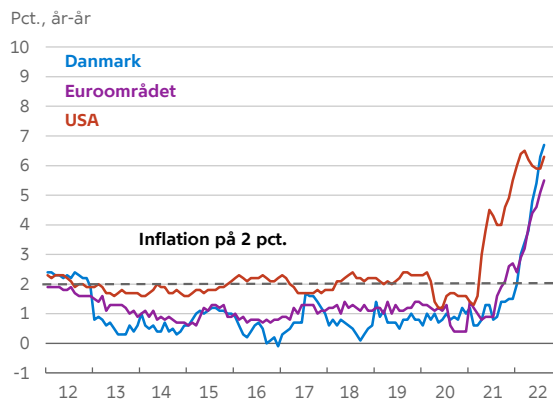
Inflationen er steget til et meget højt niveau i Danmark og udlandet

Figur 13

Inflation



Kerneinflation



Anm.: Venstre: HICP-inflation for Danmark og euroområdet, og CPI-inflation for USA. Højre: HICP-kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer for Danmark og euroområdet. For USA vises CPI-kerneinflationen.

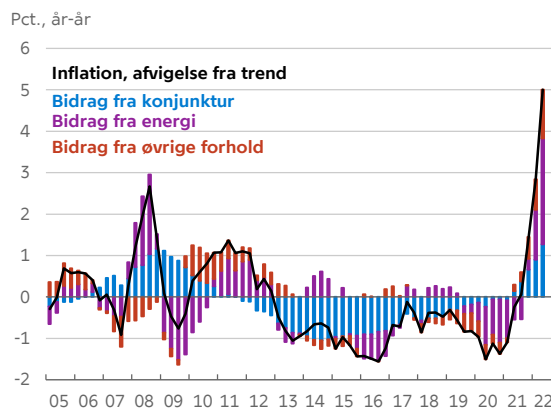
Kilde: Macrobond.

Høje danske forbrugerprisstigninger er bredt funderede og drives ikke kun af energipriser

I Danmark steg forbrugerpriserne i august 9,9 pct. år-år målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP. Det er den kraftigste stigning i 40 år og dækker især over store prisstigninger på energi og fødevarer, se figur 15. Kerneinflationen er dog også taget til igennem 2022, hvilket taler for, at prispreset er bredt funderet og ikke kun er drevet af høje energi- og fødevarerpriser. Ser man bort fra energi og uforarbejdede fødevarer, steg de danske forbrugerpriser 6,7 pct. år-år i august. Det afspejler bl.a. indirekte prisseffekter fra øgede energiomkostninger hos virksomhederne, forstyrrelser af forsyningskæder og genåbningseffekter på pandemiramte tjenester, som har ført til store prisstigninger på bl.a. ferierejser, overnatning, restaurantbesøg og transport. Derudover har indførslen af forhøjede tobaksgifter også medvirket til at øge de danske forbrugerprisstigninger.¹⁶

Energipriser og højkonjunktur øger danske forbrugerpriser

Figur 14



Anm.: Summen af bidragene i figuren svarer til afvigelsen af inflationen fra en trend og er derfor ikke identisk med den faktiske inflation. Figuren er baseret på en trendcyklusmodel, hvor HICP-inflationen dekomponeres i bidrag fra en trend, energipriser og kapacitetspres målt via en Phillipskurve for produktionsgab for dansk økonomi.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

¹⁶ Skatteændringer har i sig selv øget kerneinflationen, dvs. forbrugerpriserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, med ca. 0,5 procentpoint i august målt som forskellen mellem HICP-kerneinflation og HICP-kerneinflationen opgjort med konstante skatter.

Høj inflation har fordelingsmæssige konsekvenser på tværs af indkomstgrupper

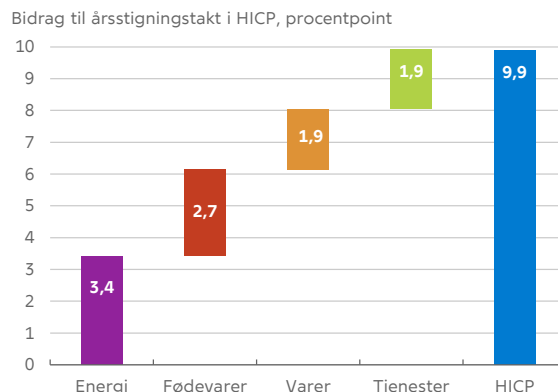
Inflationen målt ved det officielle forbrugerprisindeks er et udtryk for den generelle forbrugerprisudvikling i økonomien, dvs. at den afspejler et gennemsnit af prisstigningerne på alle husholdningernes forbrug af forskellige varer og tjenester. Hver husholdning har imidlertid et individuelt forbrugsmønster og kan derfor opleve en inflation, som adskiller sig fra den gennemsnitlige. For eksempel fylder basale goder som fødevarer og energi ofte mere i lavindkomstgruppernes forbrugskurve, mens højindkomstgrupper omvendt forbruger en større andel af luksusgoder, bl.a. ferierejser. En beregning viser, at inflationen over det seneste år kun var lidt højere for husholdninger med lav indkomst end for husholdninger med høj indkomst, se figur 16. For eksempel var den gennemsnitlige årsstigningstakt i forbrugerpriserne for husholdningerne i 2. indkomstdecil 1,1 procentpoint højere over det seneste år frem til juli end for dem, som har en indkomst blandt de højeste 10 pct. Denne forskel afspejler bl.a., at de i øjeblikket kraftige prisstigninger på energi og fødevarer påvirker husholdninger med lav indkomst hårdere end andre. Forskellene i prisstigningerne på tværs af indkomstgrupper er generelt mindre i Danmark end i USA, bl.a. fordi forskellen på indkomster og forbrugskurve er mindre i Danmark. Der er endvidere en tendens til, at forskellene udjævner sig over tid, dvs. at den gennemsnitlige inflation for lavindkomstgrupper i de seneste årtier ikke har været højere end for højindkomstgrupper.¹⁷ Udjævningen af forskellene skyldes bl.a., at forbruget for personer med lav indkomst i højere grad består af fødevarer, som over en længere periode ikke er steget mere i pris end den generelle prisudvikling i samfundet.¹⁸

17 For en nærmere diskussion af inflation på tværs af indkomstfordelingen, se Pettersson, Hochmuth og Weissert, *A Nonhomothetic Price Index and Inflation Heterogeneity*, 2022, ph.d.-afhandling, Københavns Universitet.

18 Inflation har en række fordelingsmæssige effekter ud over de forskellige prisstigninger på tværs af indkomstgrupper. For det første indebærer høj inflation en omfordeling fra personer med opsparing til personer med gæld. For det andet rammer høj inflation personer med fastlåste nominelle lønninger eller sociale ydelser hårdere end personer, som har mulighed for at øge deres nominelle indkomst. Et studie på spanske data finder, at de to effekter begge har større fordelingsmæssig betydning end forskellige prisstigninger på tværs af indkomstgrupper, se Miguel Cardoso mfl., *The Heterogenous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets*, *Red Nacional de Investigadores en Economía Working Papers*, nr. 176, september 2022.

Prisstigninger på energi og fødevarer bidrager til høj inflation i Danmark

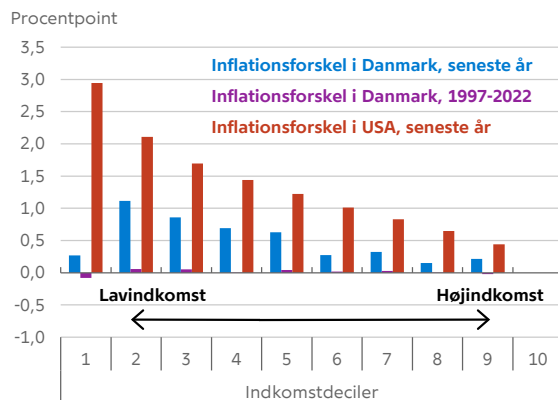
Figur 15



Anm.: HICP for august. I figuren henviser fødevarer både til fødevarer, alkohol og tobak, mens varer er ikke-energivarer.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Inflationen er aktuelt lidt højere for personer med lav indkomst

Figur 16



Anm.: Figuren er for hver indkomstgruppe baseret på et Laspeyres prisindeks beregnet ud fra forbrugssammensætningen i perioden 2010-15 på basis af mikrodata fra Danmarks Statistiks forbrugerundersøgelse. Inflationsforskellen er opgjort relativt til de 10 pct. med højeste indkomst.
Kilde: Danmarks Statistik, egne beregninger og Weissert (2022), *Essays in Macroeconomics: Inflation inequality, consumption baskets and impulse responses*, ph.d.-afhandling, Københavns Universitet.

Selvom forskellen i prisstigningerne mellem indkomstgrupper i øjeblikket er relativt begrænset, kan den høje inflation alligevel have fordelingsmæssige konsekvenser af flere årsager. For det første har personer med lav indkomst ofte lavere opsparinger, hvilket gør det vanskeligere at udjævne forbrug over tid, når priserne stiger kraftigt. For det andet har husholdninger med høj indkomst typisk i højere grad mulighed for at justere deres forbrug nedad mod lavkvalitetsvarer end dem med lav indkomst, når priserne stiger. Husholdninger med lavere indkomst, der udsættes for store stigninger i priserne, er derfor mere nødsaget til at justere mængdemæssigt. For det tredje er faldet i højere grad mere udtalt for overførselsmodtagere end for lønmodtagere, bl.a. fordi satsreguleringsprocenten på 1,2 pct. i 2022 giver en lavere nominel stigning i overførselsindkomsterne end lønningerne.¹⁹ Endelig kan der også være forskelle inden for samme indkomstgruppe, fx hvis en person opvarmer sin bolig med gas, som er steget mere i pris end øvrige energikilder.

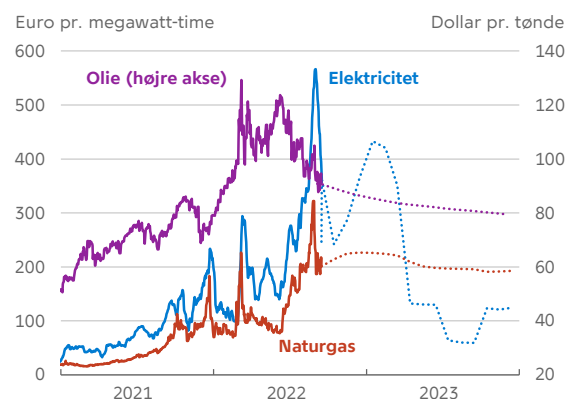
Krigen i Ukraine giver udsigt til høje stigninger i energipriserne frem mod vinteren

De globale energimarkeder præges af kraftigt forhøjede og meget svingende priser som følge af krigen i Ukraine, se figur 17. Det afspejler bl.a. Ruslands position som en væsentlig producent og eksportør af energiråvarer til især Europa. Energipriser bestemmes generelt af udbuds- og efterspørgselsfaktorer på de relevante markeder. Siden foråret har lavere leverancer og usikkerhed om fremtidig forsyning af energi fra Rusland derfor ramt de europæiske energimarkeder særligt hårdt, mens fx den amerikanske gaspris er steget mindre end den europæiske.

EU's import af russisk naturgas udgjorde i 2021 ca. 40 pct. af forbruget, men Rusland har siden sidste efterår nedbragt sine gasleverancer til det europæiske marked. Hen over sommeren har Rusland yderligere reduceret gasforsyningen til Europa, hvilket har ført til nye, kraftige prisstigninger på naturgas. Ikke desto mindre er gaslagrene i EU steget de seneste måneder og var ved udgangen af august på niveau med det samme tidspunkt i 2015-20, bl.a. på grund af øget tilstrømning af LNG-gas. De høje gaspriser har sammen med tørke og andre vejrrelaterede begivenheder også forøget prisen

Råvareprisen på gas og el steg kraftigt i løbet af sommeren

Figur 17



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.

på elektricitet, bl.a. fordi elprisen fastsættes af den dyreste nødvendige elproducerende enhed, hvilket i mange tilfælde er et gasværk. Omvendt er olieprisen, der i højere grad bestemmes på det globale marked snarere end det europæiske, faldet gradvist tilbage fra et meget højt niveau i løbet af sommeren, bl.a. på grund af svagere vækstudsigter og en øget global olieforbrug.

De kraftige prisstigninger på energiråvarer påvirker forbrugerpriserne både direkte gennem højere priser på energiprodukter og indirekte via højere omkostninger hos virksomhederne, som løfter forbrugerpriserne på øvrige varer og tjenester, i takt med at de højere omkostninger væltes over på forbrugerne. Det indirekte gennemslag kommer derfor typisk med en vis forsinkelse og afhænger bl.a. af virksomhedernes mulighed for at lade de stigende produktionsomkostninger gå videre til forbrugerne. Endvidere slår udsvingene i råvarepriserne på energi ikke proportionalt igennem på forbrugerpriserne på fx elektricitet, fyringsolie og benzin, da forbrugernes købspriser på energi også består af distributionsomkostninger, afgifter og bruttoavancer mv. Fastpriskontrakter på

19 Se Finansministeriet, Økonomisk Redegørelse, august 2022.

el spiller kun en begrænset rolle i opgørelsen af det danske forbrugerprisindeks, hvor hovedparten af elpriserne justeres enten månedligt eller hvert kvartal. Det taler for, at gennemslaget fra råvarepriser til forbrugerpriserne på energi er hurtigt i Danmark.

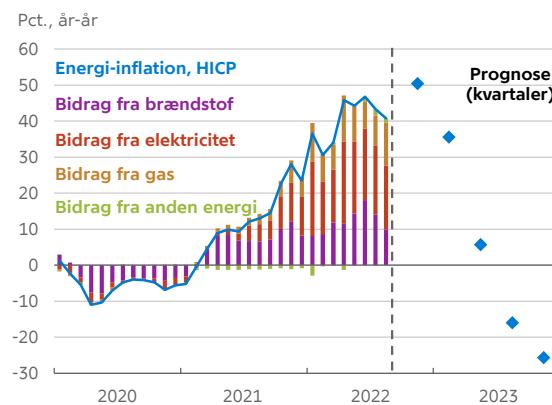
De danske forbrugerpriser på energi steg i august 41 pct. år-år på grund af stigende råvarepriser på gas, olie og elektricitet, se figur 18. Desuden har højere raffineringsmargener øget benzinpriserne mere, end olieprisen under normale omstændigheder ville tilsige. Der er i stigende grad tegn på, at virksomhederne har væltet omkostninger til højere energipriser over på forbrugerne. Det ses fx ved, at de olieprisfølsomme dele af kerneinflationen stiger mere end kerneinflationen som helhed og i august nåede op på en årsstigningstakt på knap 13 pct. Det indebærer, at de olieprisfølsomme dele af kerneinflationen, som kan give en vis indikation af omfanget af indirekte pris effekter fra højere energipriser, i sig selv har øget den faktiske inflation med ca. 1 procentpoint.²⁰ Tendensen til stigende indirekte pris effekter fra energi ses også i euroområdet, hvor den olieprisfølsomme del af kerneinflationen steg ca. 10 pct. år-år i august og dermed var noget kraftigere end den generelle kerneinflation.²¹

Der er betydelig usikkerhed forbundet med de fremtidige udsigter for energipriserne i lyset af krigen i Ukraine og de afledte tiltag for at sikre energiimport fra andre kilder end Rusland. Derudover har Europa-Kommissionen i september foreslået en række politiske tiltag i EU, bl.a. mål for en reduktion af elforbruget i perioder med spidsbelastning og loft på indtjeningen hos producenter af elektricitet med lave omkostninger.

I prognosen tages udgangspunkt i futurespriserne på energiråvarer, som peger i retning af, at priserne på olie, el og gas forbliver høje hen over vinteren. Forudsætningerne indebærer, at årsstigningstakten i forbrugerpriserne på energi i prognosen topper

Høje forbrugerprisstigninger på energi i Danmark ventes at bøje af næste år

Figur 18



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

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

på et meget højt niveau i 4. kvartal 2022 og derefter bliver kraftigt negativ i 2. halvår 2023 som følge af markedsforventningen om faldende energiråvarepriser og basiseffekter. Det vil sige, at årsstigningstakten i energipriserne aftager, da de lavere priser fra før krigen i Ukraine falder ud af den årlige prissammenligning, som bruges til at måle inflationen. På den baggrund skønnes forbrugerpriserne på energi i prognosen at stige 45 pct. i 2022, falde knap 3 pct. i 2023 og falde ca. 15 pct. i 2024.

Forbrugerpriserne på fødevarer er steget yderligere efter krigen i Ukraine

De globale føderåvarepriser er steget kraftigt over det seneste år og yderligere umiddelbart efter Ruslands invasion af Ukraine, se figur 19. Krigen i Ukraine og de efterfølgende sanktioner mod Rusland har skubbet på føderåvarepriserne, da de to lande

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

21 Beregningen af den olieprisfølsomme kerneinflation for euroområdet er baseret på samme metode som i *ECB Monthly Bulletin*, boks 3, "Indirect effects of oil price developments on euro area inflation", december 2014.

er blandt verdens største fødevarereproducenter og bl.a. står for en stor del af den globale handel med hvede, korn og solsikkeolie. Føderåvarepriserne er også steget på grund af højere energipriser afledt af krigen i Ukraine, fordi der anvendes store mængder energi i produktionen af fødevarer og gødning. Over sommeren faldt flere af føderåvarepriserne dog noget tilbage igen som følge af bl.a. svagere globale vækstudsigter og aftalen mellem Ukraine og Rusland om, at der igen kan eksporteres korn til det globale marked via en sikker korridor i Sortehavet.

De høje råvarepriser på fødevarer har sammen med indirekte effekter fra stigende priser på energi, transport og lønninger også øget forbrugerpriserne på fødevarer i Danmark. I august steg fødevarerepriserne målt ved HICP-indekset med knap 17 pct. år-år, hvilket er den kraftigste stigning i flere årtier. På kort sigt er der fortsat udsigt til høje forbrugerprisstigninger på fødevarer, da der stadig er pres på de tidlige dele af prissætningskæden. For eksempel steg producentprisindekset for fødevarer med ca. 22 pct. år-år i august. Erfaringerne viser desuden, at gennemslaget fra føderåvarepriser til forbrugerpriserne sker med en vis forsinkelse.

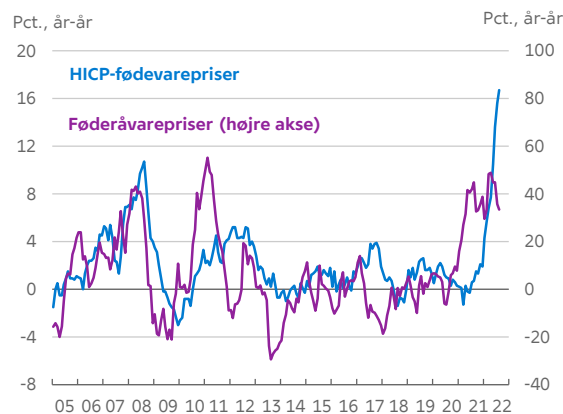
I prognosen forudsættes de danske forbrugerpriser på uforarbejdede fødevarer at stige 11 pct. i 2022, hvorefter de aftager til 6 pct. i 2023 og 2 pct. i 2024. Udviklingen afspejler bl.a., at futurespriserne peger på, at prisstigningerne på føderåvarer bøjer af de kommende år, i takt med at balancen mellem udbud og efterspørgsel genoprettes. Desuden vil den forventede afdæmpning af de i øjeblikket høje energiprisstigninger over tid indebære mindre stigninger i inputomkostningerne på fødevarer. Det opvejer effekten fra højere lønvækst, som i sig selv giver et opadgående pres på en række forbrugerpriser inklusive fødevarer.

Lønstigninger og øgede omkostninger hos virksomhederne løfter kerneinflationen til et højt niveau i Danmark

I Danmark er der udsigt til, at inflationen topper på ca. 11 pct. i december 2022, hvorefter de i øjeblikket meget høje prisstigninger på energi og fødevarer bøjer af og dermed bidrager til gradvist lavere inflation de kommende år. Konkret skønnes de danske forbrugerpriser i prognosen at stige 8,6 pct. i 2022, hvorefter prisstigningstakten aftager til 4,3 pct. i 2023 og 1,7 pct. i 2024, se figur 20.

Prisstigningerne på fødevarer er meget høje i Danmark

Figur 19

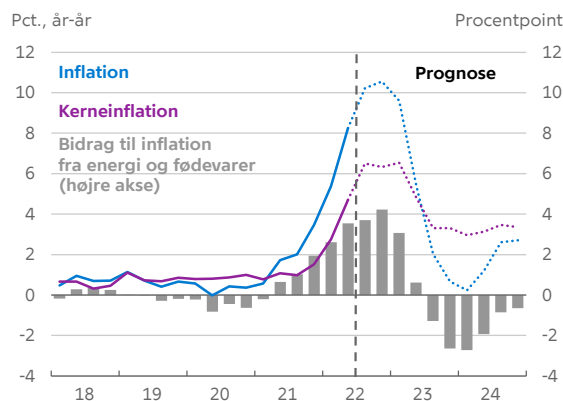


Anm.: Føderåvareindeks fra Hamburg Institute of International Economics (HWWI). HICP henviser til det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

Kilde: Macrobond.

Udsigt til høj kerneinflation i Danmark de kommende år

Figur 20



Anm.: Kerneinflationen viser HICP-indekset ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Kerneinflationen i Danmark, dvs. forbrugerpriserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, ventes i prognosen at stige til 5,1 pct. i 2022. Denne stigning afspejler, at lønstigninger drevet af pres på arbejdsmarkedet og virksomhedernes omkostninger til højere råvarepriser på bl.a. energi forventes at blive væltet over i forbrugerpriserne med en vis forsinkelse. I de følgende år ventes kerneinflationen at aftage gradvist til 4,5 pct. i 2023 og 3,2 pct. i 2024. Det forventede fald skyldes flere faktorer: For det første er der udsigt til en lavere efterspørgsel som følge af strammere global pengepolitik og udhuling af husholdningernes realindkomst. For det andet dæmpes kerneinflationen også af aftagende indirekte prisefekter fra energi, mindre pres på forsyningskæder og bortfaldet af de aktuelle genåbningseffekter på flere tjenestepreiser efter pandemien, fx ferierejser, overnatning, restaurantbesøg og transport. Endelig bygger det aftagende prispres i 2024 på en forudsætning om, at der i prognosen ikke er udsigt til en egentlig løn-pris-spiral i Danmark eller en afkobling af inflationsforventningerne.

Stigende huslejepriser, der udgør knap 10 pct. af forbrugerprisindekset, skubber på den danske kerneinflation og giver isoleret set et mere vedvarende prispres de kommende år. Konkret forudsættes lejepriserne i prognosen at stige 3,1 pct. i 2022, 4,0 pct. i 2023 og 4,0 pct. i 2024. Det forudsatte forløb for huslejepriserne er bl.a. baseret på det aftalte loft på huslejestigninger, som indebærer, at private udlejere, der anvender nettoprisindeksering, ikke må lade huslejen stige mere end 4 pct. de kommende to år²². I dele af udlandet er tendensen til højere lejepriser mere udpræget end i Danmark. Især de amerikanske lejepriser er øget kraftigt og udgør aktuelt en væsentlig drivkraft bag den høje inflation i USA.

Ligesom i Danmark er der i euroområdet udsigt til høj inflation de kommende år. ECB skønner i sin seneste prognose baseret på information frem til d. 22. august, at forbrugerpriserne i euroområdet topper på 9,2 pct. i 4. kvartal 2022 og i gennemsnit stiger med 8,1 pct. i 2022, 5,5 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024. Det forventede fald i prisstigningstakten de kom-

mende år dækker især over, at stigningerne i energipriserne forudsættes at bøje af over tid. Kerneinflationen i euroområdet målt ved forbrugerprisindekset eksklusive energi og fødevarer, dvs. et andet mål for det underliggende prispres end det, Nationalbanken anvender for Danmark, ventes at stige 3,9 pct. i 2022, 3,4 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024.²³ Det er bl.a. stramme arbejdsmarkeder med tiltagende lønvækst, indirekte pris effekter fra energi og en svagere euro, som ifølge ECB skubber på kerneinflationen den kommende tid.

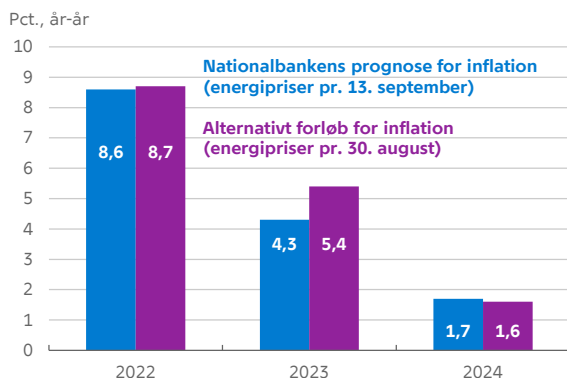
Den samlede forventede inflation i Nationalbankens prognose for Danmark i årene 2022-24 set under ét er lidt lavere end i ECB's prognose for euroområdet. Nationalbanken forventer imidlertid, at den danske inflation vil toppe på et højere niveau end i euroområdet i 4. kvartal 2022 og efterfølgende falder hurtigere tilbage frem mod 1. kvartal 2024. Det indebærer, at den gennemsnitlige inflation i Danmark i 2022 forventes at blive højere end i euroområdet, og at det modsvares af en lavere gennemsnitlig dansk inflation i 2023-24. Forskellen i profilen for inflationsprognoserne afspejler bl.a., at der i euroområdet i højere grad er gennemført en række midlertidige politiske tiltag, fx afgiftsned sættelser, som først afbøder energiprisstigninger, men efterfølgende skubber inflationen op ude i fremtiden, når de udfases. Derudover er gennemslaget fra energiråvarepriser til forbrugerpriserne sket hurtigere i Danmark end i euroområdet, især for gas. Endelig er Nationalbankens prognose baseret på data frem til midten af september og indeholder derfor mere opdateret information om energiråvarepriserne end i ECB's prognose. Der har været store udsving i markedets forventninger til de fremtidige energiråvarepriser de seneste uger, og den præcise skæringsdato for prognosen har således forholdsvis stor betydning for inflations skønnet. For eksempel viser en følsomhedsberegning, at Nationalbankens prognose for inflationen i Danmark i 2023 ville stige til 5,4 pct. fra 4,3 pct., hvis prognosen var baseret på markedets forventninger til energiråvarepriserne ved udgangen af august i stedet for midten af september, se figur 21.

22 For en nærmere beskrivelse af tiltaget, se Indenrigs- og Boligministeriet, *Aftale lægger loft på huslejestigninger*, pressemeddelelse, 26. august 2022.

23 Der er flere forskellige måder at opgøre kerneinflationen på. Nationalbankens prognose er baseret på forbrugerpriserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, mens ECB bruger forbrugerpriserne ekskl. energi og alle fødevarer.

Følsomhedsberegning viser, at udsving i energipriser påvirker inflationsprognosen betydeligt

Figur 21



Anm.: Figuren viser Nationalbankens prognose for HICP-inflationen og et alternativt forløb baseret på markedets forventninger til energiråvarepriserne på olie, gas og el ved udgangen af august.

Kilde: Egne beregninger.

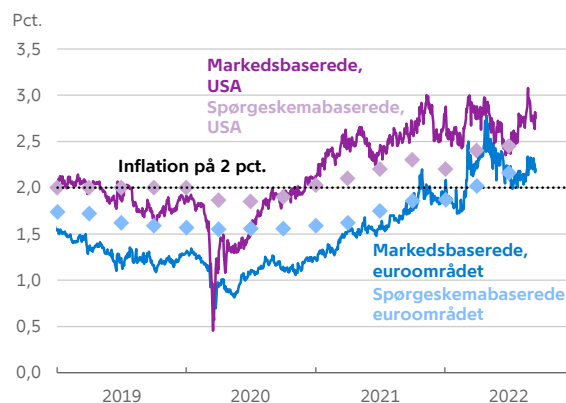
Inflationsforventningerne er velforankrede, men en længere periode med høj inflation øger risikoen for en afkobling

Velforankrede inflationsforventninger er afgørende for, at de aktuelle prisstigninger stabiliserer sig på sigt og ikke giver anledning til en selvforstærkende prisdynamik, bl.a. fordi forventninger til, hvordan priserne udvikler sig i fremtiden, påvirker virksomhedernes prisfastsættelse og husholdningernes adfærd i dag.

Den meste evidens peger på, at inflationsforventningerne er velforankrede omkring 2 pct. på mellemlangt sigt. Risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne er dog stigende, jo længere tid inflationen er høj. Både markeds- og spørgeskemabaserede indikatorer viser, at de langsigtede inflationsforventninger generelt er forankrede omkring inflationsmålsætningen i USA og euroområdet, se figur 22. Det understøtter forventningen om, at de høje prisstigninger bøjer af over tid. I både USA og euroområdet venter husholdningerne dog stadig, at inflationen om 3 år overstiger inflationsmålsætningen på 2 pct., se figur 23. Risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne er således til stede og stiger, jo længere tid inflationen forbliver høj. For eksempel har priserne på hyppige køb

De langsigtede inflationsforventninger er velforankrede, men risikoen for en afkobling er til stede

Figur 22

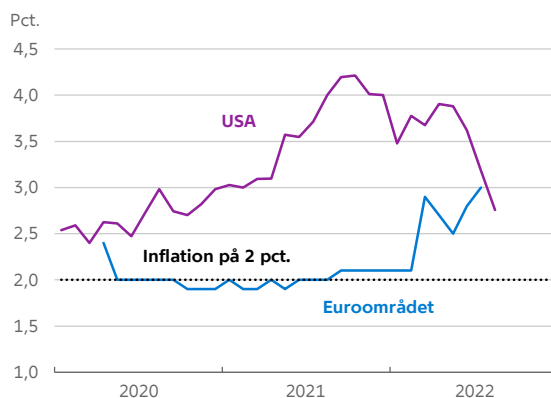


Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger er baseret på en 5-5 års inflationsswap. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for euroområdet henviser til inflationsforventningerne om 5 år i Den Europæiske Centralbanks, ECB's, Survey of Professional Forecasters, mens der for USA vises inflationsforventningerne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

Kilde: Macrobond og Refinitiv Eikon.

Husholdningerne venter høj inflation om 3 år i USA og euroområdet

Figur 23



Anm.: Figuren viser medianen af husholdningernes spørgeskemabaserede forventninger til inflationen om 3 år.

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

såsom fødevarer traditionelt en større indvirkning på husholdningernes opfattede inflation end forbrugerpriserne som helhed, og et eventuelt skred i inflationsforventninger kan således ske pludseligt, hvis de i øjeblikket høje fødevarerprisstigninger sætter sig i forventningsdannelsen.²⁴

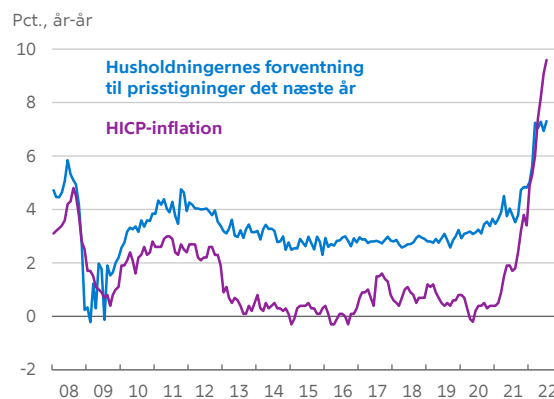
I Danmark er husholdningernes gennemsnitlige forventninger til prisstigninger over de kommende 12 måneder steget og lå i juli på 7,3 pct., se figur 24. Fordelingen af husholdningernes inflationsforventninger indeholder yderligere nyttig information om den fremtidige prisudvikling.²⁵ For eksempel er det tidligere set, at en stigende spredning og skævhed kan være en indikation på, at de gennemsnitlige inflationsforventninger senere tager til.²⁶ I øjeblikket er spredningen på husholdningernes inflationsforventninger forholdsvis stor, hvilket tyder på, at de er blevet mere uenige om den fremtidige inflation, efter at pandemien brød ud, se figur 25. Omvendt er skævheden af husholdningernes inflationsforventninger omkring sit langsigtede niveau, dvs. at der ikke er flere husholdninger end normalt, som har meget høje inflationsforventninger.

Forudsætningerne for et kraftigere prisforløb er til stede, men der er ikke udsigt til en selvforstærkende løn-pris-spiral som i 1970'erne

Udsigterne for den fremtidige prisudvikling er forbundet med større usikkerhed end normalt, hvilket giver en risiko for, at inflationen bliver kraftigere og mere vedvarende end forudsat i prognosens hovedscenarie. De opadrettede risici for forbrugerpriserne knytter sig bl.a. til, at energipriserne kan blive højere end ventet på grund af krigen i Ukraine eller vejrrlaterede begivenheder, og til en mulig afkobling af inflationsforventninger, som fører til selvforstærkede lønhop. En længere periode med høje forbrugerprisstigninger kan desuden hurtigt igangsætte en inflationspsykologi i økonomien, hvor husholdninger og virksomheder tilpasser deres adfærd som følge

Husholdningerne i Danmark venter høje prisstigninger det næste år

Figur 24

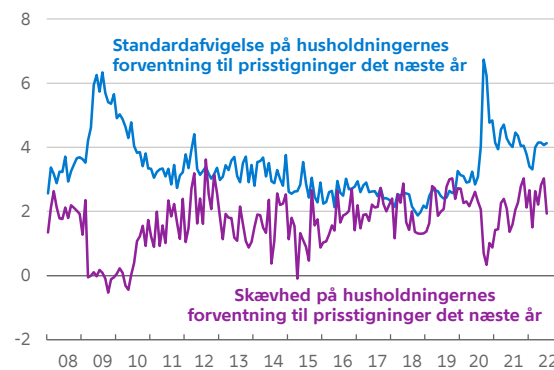


Anm.: Husholdningernes spørgeskemabaserede inflationsforventninger til de næste 12 måneder vægtes efter forskellen mellem den faktiske og opfattede inflation, dvs. at husholdninger, som hverken over- eller undervurderer de faktiske prisstigninger, tildeles en højere vægt. HICP-inflationen henviser til det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

Større spredning i husholdningernes inflationsforventninger i Danmark

Figur 25



Anm.: Standardafvigelsen er et mål for spredningen af husholdningernes inflationsforventninger, dvs. hvor uenige de er om den fremtidige inflation. Skævheden måler, om fordelingen er symmetrisk omkring middelværdien, dvs. om hovedparten af husholdningernes inflationsforventninger befinder sig over eller under gennemsnittet.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

24 Se Danmarks Nationalbank, Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Revisiting the Inflation Perception Conundrum, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 144, november 2019.

25 En analyse på amerikanske data finder fx, at både median, spredning og skævhed af husholdningernes inflationsforventninger bidrager til at forklare udviklingen i den fremtidige inflation, se IMF's Tobias Adrians tale, *Are household inflation expectations de-anchoring*, 17. maj 2022.

26 Se Ricardo Reis, *The burst of high inflation in 2021-22: How and why did we get here?*, juni 2022.

af forventningen om fremtidige prisstigninger i en sådan grad, at det fastholder de høje prisstigninger i dag. Det kan fx ske, hvis husholdningerne fremrykker forbrug for at undgå fremtidige prisstigninger, eller hvis den generelle betalingsvillighed skifter i økonomien, dvs. at forbrugerne i højere grad accepterer prisstigninger på deres foretrukne produkter frem for at søge efter alternativer. Hvis først inflationsforventningerne afkobles og lægger kimen til en løn-pris-spiral, kan det efterfølgende kræve en betydelig økonomisk afmatning af få bragt inflationen ned igen. Det er imidlertid ikke hovedscenariet, at dansk økonomi står over for en selvforstærkende løn-pris-spiral som i 1970'erne, bl.a. på grund af centralbankernes øgede uafhængighed med et klart fokus på prisstabilitet og den aftagende brug af automatisk lønindeksering, se boks 2.

Ud over usikkerhed om den fremtidige lønudvikling er der også en række øvrige risici knyttet til inflationsudsigterne. Der er aktuelt et kraftigt prispres i de tidlige stadier af prissætningskæden herhjemme og i udlandet. For eksempel er de danske producentpriser i industrien steget yderligere efter Ruslands invasion af Ukraine og nåede i august op på ca. 13 pct. år-år. I både Danmark og euroområdet peger Europa-Kommissionens erhvervstillidsindikator frem til august desuden på, at virksomhederne fortsat forventer at øge deres salgspriser i et kraftigt tempo over de kommende tre måneder. Producentprisstigningerne påvirker normalt forbrugerpriserne med en vis forsinkelse, og virksomhedernes prissætningsadfærd kan derfor give anledning til et kraftigere prispres end forudsat, afhængigt af om producentpriserne slår fuldt igennem på forbrugerpriserne eller delvist absorberes i profitmargenerne.

Samtidig er der også en række nedadrettede risici, som kan føre til en inflation, der er lavere end ventet. Et kraftigt internationalt konjunkturomslag kan fx svække efterspørgslen og dermed dæmpe det underliggende prispres. Det er endvidere muligt, at de aktuelle udbudsbegrænsninger aftager og giver deciderede prisfald på nogle varer, som er steget meget i pris under pandemien, fx biler.

Den globale inflationscyklus og det kraftige indenlandske kapacitetspres øger forbrugerpriserne i Danmark

Boks 1

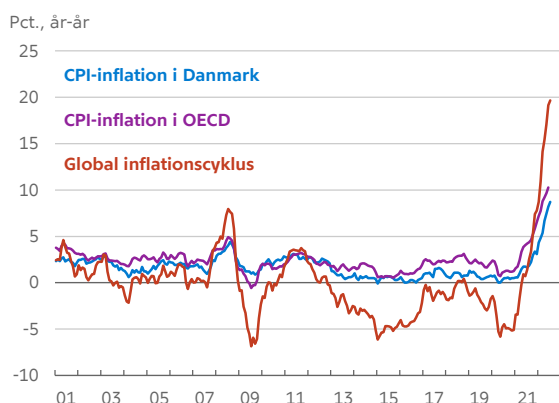
Høj inflation er vendt tilbage i næsten samtlige OECD-lande. Ud af 23 OECD-lande havde kun Japan og Schweiz forbrugerprisstigninger under 4 pct. år-år i juli. De kraftige forbrugerprisstigninger på tværs af lande er således i høj grad et globalt fænomen, som også påvirker de danske forbrugerpriser via en række forskellige kanaler. For eksempel bestemmes de danske forbrugerpriser på energi og fødevarer i høj grad af udbuds- og efterspørgselsforhold på verdensmarkedet. Desuden handler en lille, åben økonomi som den danske meget med omverdenen og er dybt integreret i internationale forsyningskæder. Det indebærer, at prisudviklingen i Danmark i vid udstrækning afhænger af prisen på importerede varer, den globale konjunktursituation og forsyningsituationen.

For at få en indikation af betydningen af den høje globale inflation for de danske forbrugerpriser estimeres en global inflationscyklus, dvs. den del af inflationen, som er fælles på tværs af lande og dermed ikke afspejler specifikke indenlandske forhold, se figur A. Beregningen viser, at den globale inflationscyklus er taget til i styrke over det seneste år og generelt påvirker forbrugerpriserne i Danmark væsentligt, se figur A. I perioden 2001-22 står den globale inflationscyklus for ca. 85 pct. af udsvingene i den danske CPI-inflation.¹ Hoved-

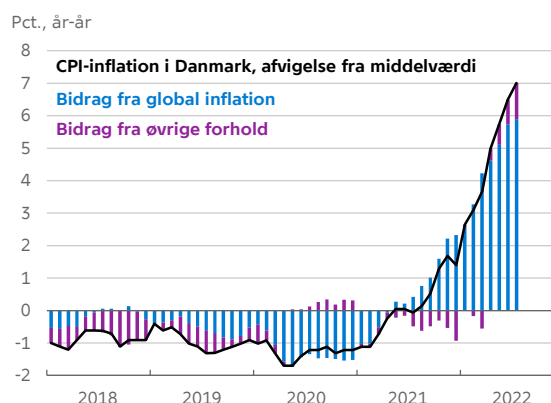
parten af den aktuelle stigning i de danske forbrugerpriser afspejler også et øget globalt prispres. Konkret peger en modelberegning på, at afsmittende effekter fra den globale inflationscyklus har løftet den danske inflation med knap 6 procentpoint i juli, se figur B. Det er mindre end den samlede stigning i inflationen og indikerer, at det kraftige kapacitetspres i dansk økonomi også bidrager til de høje forbrugerprisstigninger herhjemme.²

Den globale inflationscyklus er bl.a. drevet af energi- og fødevarerpriser. For eksempel viser en statistisk analyse, at olieprisen og fødevarerprisindekset fra Hamburg Institute of International Economics forklarer 42 pct. af variationen i den globale inflationscyklus. Der er imidlertid også en global cyklus i kerneinflationen, dvs. forbrugerpriserne ekskl. energi og fødevarer, omend den er lidt mindre tydelig end for den faktiske inflation.³ Det taler for, at den globale inflationscyklus ikke kun afspejler synkron bevægelser i energi- og fødevarerpriser, men også knytter sig til andre forhold såsom den globale konjunktursituation og pres på internationale forsyningskæder. Udsvingene i den globale inflationsfaktor er ofte større end i inflationen i de enkelte OECD-lande, bl.a. fordi en del af de globale prisstød absorberes i virksomhedernes profitmargener og dermed ikke slår igennem en-til-en på forbrugerpriserne.

Figur A
Global inflationscyklus er øget mærkbart



Figur B
Modelberegning viser, at høj dansk inflation i øjeblikket især er drevet af globale forhold



Anm.: Figur A: Den globale inflationscyklus er estimeret som den første principalkomponent af inflationen i 23 OECD-lande i perioden januar 2001 til juli 2022. Figur B: Dekomponeringen er baseret på en økonometrisk model, hvor dansk inflation forklares ud fra en konstant og den globale inflationsfaktor.

Kilde: OECD, Macrobond og egne beregninger.

1. Andelen af variationen i den danske inflation forklaret af den globale inflationscyklus er estimeret som R^2 i regressionsmodellen omtalt i figur A.
2. Bidraget fra dansk kapacitetspres til inflationen modelleres ikke direkte i figur B. Residualen fra den estimerede model, dvs. den del af inflationen, som hverken kan forklares af en konstant eller den globale inflation, kan dog give et indtryk af betydningen af indenlandske forhold. Residualen er steget fra omtrent nul i begyndelsen af 2022 til godt 1 procentpoint i juli, hvilket indikerer, at det stærke kapacitetspres i dansk økonomi også øger inflationen.
3. Den første principalkomponent af kerneinflationen på tværs af OECD-lande forklarer fx ca. 70 pct. af variationen i den danske kerneinflation i perioden 2001-22.

Kombinationen af højkonjunktur og kraftig inflation skaber risiko for løn-pris-spiral

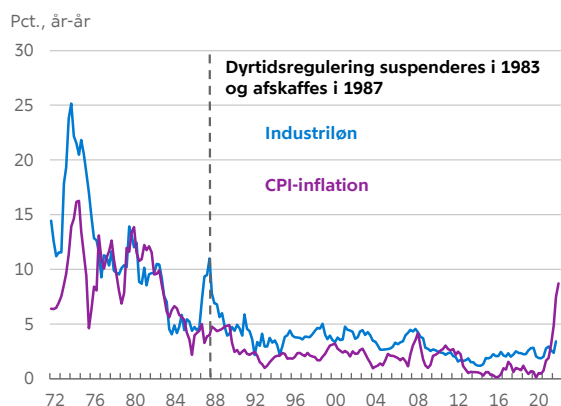
Boks 2

Stramme arbejdsmarkeder har allerede givet anledning til et vist opadrettet pres på lønningerne herhjemme og i dele af udlandet. Hvis stigende inflationsforventninger og udhuling af reallønnen fører til højere fremtidige lønkrav, og virksomhederne efterfølgende vælter de øgede omkostninger over på deres salgspriser, kan det igangsætte en løn-pris-spiral, hvor de højere løn- og prisstigninger bliver selvforstærkende. Risikoen for, at et sådant scenarie materialiserer sig, stiger, jo længere tid den høje inflation varer ved, men det er på nuværende tidspunkt ikke hovedscenariet, at der er udsigt til en selvforstærkende løn-pris-spiral som i 1970'erne. Især centralbankernes øgede uafhængighed med fokus på at sikre prisstabilitet, velforankrede langsigtede inflationsforventninger og mindre brug af automatisk lønindeksering på tværs af lande er afgørende forskelle i forhold til tidligere episoder med høj inflation.^{1 2 3}

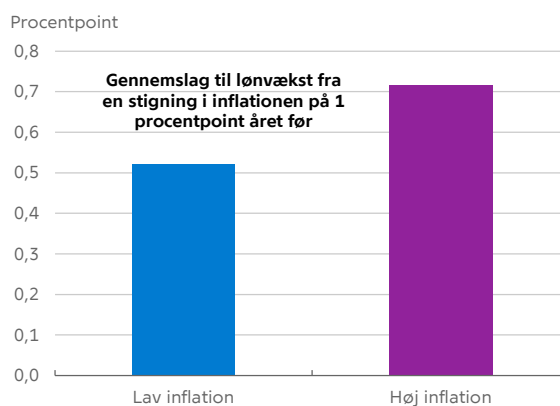
Herhjemme var det bl.a. den automatiske lønindeksering i dyrtidsreguleringen, som nærrede en løn-pris-spiral igennem 1970'erne, se figur A. Ordningen blev suspenderet i 1983 og senere afskaffet. I de efterfølgende årtier har samvariationen mellem løn- og prisstigninger været lavere i Danmark,

euroområdet og USA. Det afspejler givetvis institutionelle ændringer såsom den aftagende brug af automatisk lønindeksering, men også at forbrugere og virksomheder generelt er mindre opmærksomme på prisudviklingen i et lavinflationsregime. Det kan derfor være problematisk at ekstrapolere konklusioner fra historiske perioder med lav inflation direkte til den nuværende situation med høj inflation. Gennemslaget fra stigende forbrugerpriser til lønninger i Danmark har fx traditionelt været kraftigere, når inflationen i forvejen er høj, se figur B. Der er tegn på, at denne sammenhæng også gælder på tværs af de avancerede økonomier.⁴ Det indebærer en risiko for, at lønvæksten pludselig tager til, hvis inflationen forbliver høj over en længere periode. Økonomiens konjunkturtilstand påvirker formentlig også samspillet mellem lønninger og priser, da det i en situation som den nuværende med et stærkt efterspørgselspres er nemmere for virksomhederne at sætte priserne op, og for arbejdstagerne at forhandle sig til lønstigninger.⁵ Det er således sandsynligt, at den i øjeblikket høje inflation i et vist omfang smitter af på lønningerne fremadrettet, selvom den nuværende situation på en række afgørende områder adskiller sig væsentligt fra den i 1970'erne.

Figur A
Dyrtidsreguleringen nærrede en løn-pris-spiral i Danmark igennem 1970'erne



Figur B
Lønninger reagerer kraftigere på stigende priser, når inflationen i forvejen er høj



Anm.: Figur A: CPI-inflationen i 3. kvartal 2022 viser data for juli. Figur B: Et højinflationsregime er en periode med inflation over 3 pct. Gennemslaget er estimeret via en regressionsmodel, hvor lønvæksten i industrien forklares af inflationen, ledighedsgabet og produktivitetsvæksten året før i perioden 1. kvartal 1985 – 2. kvartal 2022. Desuden indgår et interaktionsled mellem inflationen og en dummy-variabel for, om økonomien er i et højinflationsregime.

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

1. Se fx ECB, Rodolfo Dall'Orto Mas mfl., The case for central bank independence, *ECB Occasional Paper*, nr. 248, oktober 2022.
2. I euroområdet er andelen af private lønninger, som formelt afhænger af inflationen, faldet fra 24 pct. i 2008 til 16 pct. i 2021, hvoraf automatisk lønindeksering kun udgør en mindre del, se ECB, Koester mfl., The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages, *ECB Economic Bulletin*, nr. 7, 2021.
3. I USA er andelen af lønninger, som automatisk indekseres til inflationen eller på anden vis afhænger af leveomkostninger, faldet til 20 pct. i midten af 1990'erne fra ca. 60 pct. i slutningen af 1970'erne, se BIS, Boissay mfl., Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral? *BIS Bulletin*, nr. 53, maj 2022.
4. BIS finder fx, at gennemslaget fra inflation til lønninger er højere under perioder med høj inflation, se Claudio Borio's tale, *Inflation: A look under the hood*, Bank for International Settlements, 26. juni 2022.
5. Gennemslaget fra lønninger til forbrugerpriserne er fx større i euroområdet, når efterspørgslen er stærk, se ECB, Elena Bobeica, Matteo Ciccarelli og Isabel Vansteenkiste, The link between labor cost and price inflation in the euro area, *ECB Working Paper*, nr. 2235, februar 2019.

Modvind på boligmarkedet den kommende tid

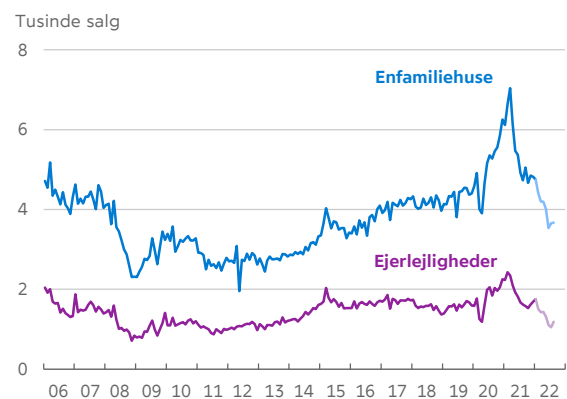
Efter to år med historisk mange salg og boligprisstigninger på 20 pct. er aktiviteten på boligmarkedet nu bremset op. Det er især modvinden fra højere renter og stigende priser, der presser boligkøbernes rådighedsbeløb. Det er ikke kun et dansk fænomen, men ses også flere steder i udlandet.

Modvinden har allerede nu givet sig udslag i prisfald på boliger herhjemme, og den kommende tid er der udsigt til yderligere fald. Der er stor usikkerhed om prisudviklingen, men samlet set forventes priserne på enfamiliehuse på landsplan fortsat at være betydeligt højere end før coronapandemien. Samtidig er boligbyrden endnu lav på landsplan.

Markant fald i handelsaktiviteten

Opbremsningen på boligmarkedet ses særligt på antallet af bolighandler, der er faldet markant for både enfamiliehuse og ejerlejligheder, se figur 26. I august 2022 var antallet af solgte enfamiliehuse på landsplan faldet med mere end 30 pct. i forhold til det høje niveau i vinteren 2021, ifølge Boligsiden. Faldet ses på tværs af landet, men er størst i og omkring hovedstaden. Det gælder især for ejerlejligheder, hvor antallet af salg i København nu er det laveste siden 2012.²⁷

Handelsaktiviteten er faldet betydeligt på boligmarkedet Figur 26



Anm.: Tal for hele landet. Sæsonkorrigeret. I de fadede linjer er udviklingen i antal salg fra Danmarks Statistik fremskrevet med udviklingen i antal salg fra Boligsiden.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligsiden og egne beregninger.

²⁷ Opgjort efter sæsonkorrektion.

Den lavere aktivitet kommer, efter at antallet af bolighandler i 2020 og 2021 var knap 25 pct. højere end de to foregående år. De færre handler kan derfor til dels tilskrives, at boligmarkedet vender tilbage mod mere normale tilstande, og en periode med lavere handelsaktivitet er foreneligt med, at mange boligkøbere fremrykkede deres købsbeslutning under pandemien.²⁸

Opbremsningen på boligmarkedet skal også ses i lyset af flere faktorer, der har lagt beslag på dele af boligkøberes budgetter. Realkreditrenterne er steget betydeligt i år, se figur 27. Det har øget omkostningerne, der er forbundet med køb af ejerbolig. Samtidig er inflationen steget, især på energi til opvarmning af boligerne.²⁹

Pandemien spiller også en rolle for den lavere handelsaktivitet. I løbet af året har coronapandemiens greb om samfundet løsnet sig herhjemme, og det kan have bidraget til at mindske husholdningernes påskønnelse af bolig, i takt med at arbejdspladser, restauranter og adgangen til udlandsrejser er genåbnet. Det vurderes, at en del af den øgede påskønnelse af bolig under pandemien var af midlertidig karakter³⁰, hvilket isoleret set mindsker efterspørgslen efter bolig, når samfundet i mindre grad præges af pandemien.

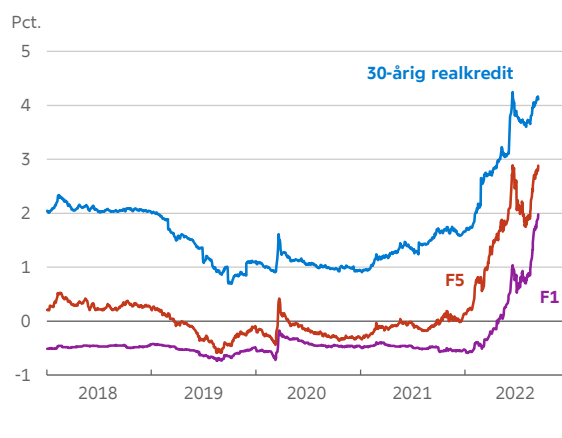
Den lavere handelsaktivitet bidrager til, at salgstiderne bliver længere, og udbuddet af boliger til salg bliver større. Forholdet mellem antallet af handler og antallet af udbudte boliger til salg er på det seneste faldet betragteligt, se figur 28. Der er således indikationer på, at boligmarkedet nu er mindre stramt end for et år siden.

Boligpriserne faldt over sommeren

Med store stigninger i forbrugerpriserne, højere renter og svagere handelsaktivitet i 1. halvår er boligpriserne nu begyndt at falde, se figur 29. Priserne

Stor stigning i realkreditrenterne i år

Figur 27

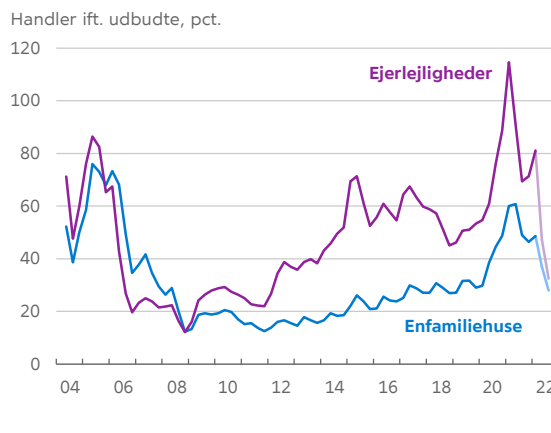


Anm.: Data til og med 13. september 2022.

Kilde: Danmarks Nationalbank og Nordea Analytics.

Færre handler i forhold til antallet af udbudte boliger

Figur 28



Anm.: Tal for hele landet. I 2. og 3. kvartal er udviklingen i salg og udbud fra FinansDanmark fremskrevet med udviklingen i salg og udbud fra Boligsiden, hvilket afspejles i de fadede linjer.

Kilde: Danmarks Statistik, FinansDanmark, Boligsiden og egne beregninger.

28 Se Danmarks Nationalbank, Simon Juul Hviid mfl., Robustheden på boligmarkedet bør styrkes, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, juni 2021.

29 Se Danmarks Nationalbank, Marcus Mølbak Ingholt og Niels Framroze Møller, Højere gaspriser kan føre til lavere boligpriser i dele af landet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, april 2022.

30 Tidligere er det anslået, at omtrent halvdelen af boligkøberes øgede påskønnelse af bolig var midlertidig, se Danmarks Nationalbank, Simon Juul Hviid mfl., Robustheden på boligmarkedet bør styrkes, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, juni 2021.

på enfamiliehuse faldt fra april til august med 1,4 pct. på landsplan, ifølge Boligsiden. Faldet skal ses i lyset af, at priserne i gennemsnit er steget med 2,6 pct. hvert kvartal siden pandemiens udbrud. Dermed er der tegn på, at et retningsskifte er undervejs på boligmarkedet. Udviklingen er endnu mere udtalt for lejlighedspriserne, som faldt med knap 5 pct. fra april til august.

Prisfaldene har først vist sig over sommeren efter flere måneder med gradvis opbremsning. Op til det har der imidlertid været en stor stigning i størrelsen på nedslag, som sælgere har givet i udbudsprisen. Nedslagene er nu på niveau med før pandemien, mens de på lejlighedsmarkedet i København er 40 pct. højere. Et studie på amerikanske data har vist, at udbudspriser reagerer først på renteændringer, mens tilpasningen af endelige salgspriser er mere gradvis.³¹ Derfor kan nedslag være en indikator for prisudviklingen.³²

Udviklingen over det seneste halve år har især øget den nedadrettede usikkerhed omkring prisudviklingen. En indikator-baseret model for boligprisvæksten peger på, at risikoen for større boligprisfald er øget over det seneste år, ligesom modellens mest sandsynlige bud på boligprisvæksten er blevet lavere, se boks 3.

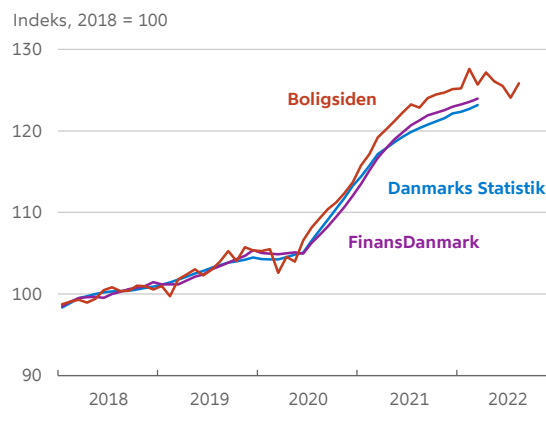
Stigende renter og høj inflation trækker boligpriser ned på kort sigt

Fremadrettet vil rentestigningerne på især de lange realkreditobligationer lægge et nedadrettet pres på boligpriserne. Beregninger på den makroøkonomiske model MONA peger på, at rentestigningerne i løbet af året isoleret set bidrager til at dæmpe boligpriserne med omkring 9 pct. frem mod 2023 og samlet set 20 pct. frem mod 2024.

De højere nominelle renter skal imidlertid ses i sammenhæng med den højere inflation, som har både kort- og langsigtede effekter på boligpriserne, se boks 4.

Stigningerne i boligpriser er afløst af fald

Figur 29



Anm.: Tal fra Danmarks Statistik og FinansDanmark er på kvartaler, mens tal fra Boligsiden er på måneder. Sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik, FinansDanmark, Boligsiden og egne beregninger.

På kort sigt vil særligt højere priser på nødvendighedsgoder, fx energi og fødevarer, og stigende nominelle renter presse budgettet for boligkøbere. Det bidrager til at dæmpe efterspørgslen efter bolig.

Omvendt forventes der på længere sigt – mere specifikt mod udgangen af prognoseperioden og tiltagende i årene derefter – at være et opadrettet pres på boligpriserne. Presset kommer dels fra nominelle lønstigninger, dels fra stigende byggeomkostninger, såfremt de medvirker til at tilbageholde byggeaktivitet og dermed stimulerer prisen på eksisterende boliger. De store boligprisstigninger i 2020 og 2021 var højere end stigningen i byggeomkostningerne, og boligpriserne er derfor aktuelt på et højt niveau, når de sættes i forhold til byggeomkostningerne, se figur 30. Over det seneste år er byggeomkostningerne imidlertid steget mere end boligpriserne, og samtidig kan udbredt mangel på arbejdskraft i byg-

31 Se fx Denis Gorea mfl., House Price Response to Monetary Policy Surprises: Evidence from the U.S. Listings Data, *IZA Institute of Labor Economics Discussion Paper*, nr. 15481, august 2022.

32 En tidsserie for nedslag er ikke tilgængelig for perioder, hvor boligprisudviklingen har været både op- og nedadgående.

geriet bidrage til at understøtte boligefterspørgslen på eksisterende boliger yderligere.

Høj inflation påvirker også forholdet mellem ejerbolig- og lejemarkedet. Mange danske lejere har inflationsindekseret husleje. Trods aftalen om et loft på huslejustyrelser, ³³ som er blevet indgået af et flertal i Folketinget, kan mange lejere formentlig fortsat se frem til betydelige lejestigninger det kommende år. Det gør det mere attraktivt at købe ejerbolig og lægger dermed et opadrettet pres på boligpriserne.

Også det stærke danske arbejdsmarked med høj jobsikkerhed og udsigt til lønstigninger modvejer en del af det nedadrettede pres på boligpriserne fra rentestigningerne. Høj beskæftigelse og stigende disponibel indkomst stimulerer isoleret set efterspørgslen efter bolig.

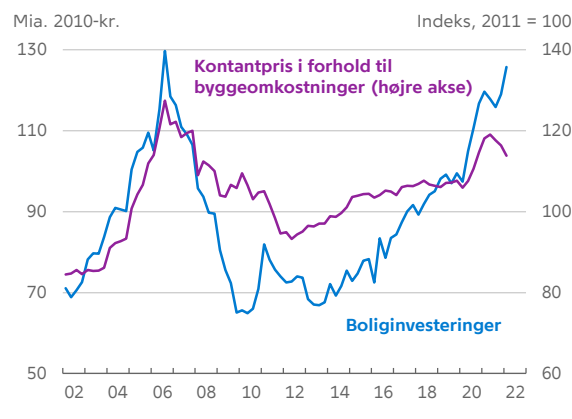
Boligbyrden er steget betydeligt de seneste måneder, men er endnu lav

De markante rentestigninger over det seneste halve år har øget boligudgifterne for boligkøbere. Omkostningerne som andel af den disponible indkomst er steget med 3 procentpoint siden starten af året, se figur 31. På landsplan kommer stigningen dog efter en lang periode med lav boligbyrde. ³⁴ Trods højere rentekomkostninger er boligbyrden derfor stadig lav, når boligmarkedet som helhed betragtes, også selvom boligpriserne er steget lidt hurtigere end indkomsterne over de seneste år.

På ejerlejlighedsmarkedet i København er boligbyrden imidlertid høj og på niveau med før finanskrisen. Selvfølgelig med afdragsfrihed er boligbyrden høj, og det øger risikoen for, at køberne ikke kan eller vil imødekomme udbudspriserne. Det kan forstærke det ventede fald i priserne på ejerlejligheder den kommende tid.

Boligpriserne er høje set i forhold til byggeomkostningerne

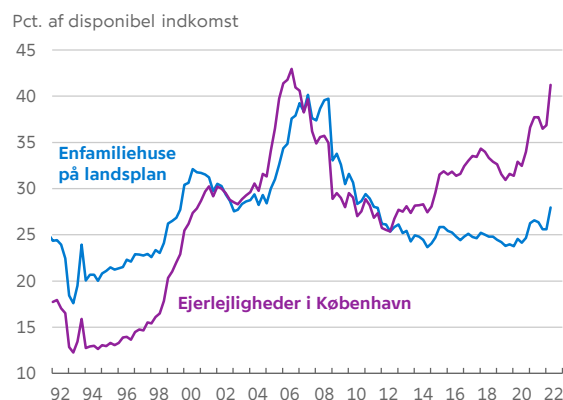
Figur 30



Kilde: Danmarks Statistik.

Boligbyrden er høj i København

Figur 31



Anm.: Boligbyrden er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostninger inkl. ejendomsskatter ved køb af et enfamiliehuse eller ejerlejlighed som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne inkl. bidragssatser og kurssikring med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke finansieres af realkreditlån.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

³³ Aftale om "Initiativer til modvirkning af store huslejestigninger" indebærer, at private udlejere, som anvender nettoprisindeksering, ikke må ikke lade huslejen stige mere end 4 procent de kommende to år.

³⁴ Boligbyrden giver ikke nødvendigvis et fyldestgørende billede af omkostningerne som boligejer.

Flere boligmarkeder i udlandet viser tegn på vending

Under pandemien har der været stor overensstemmelse mellem boligprisudviklingen i udlandet og herhjemme. Også i udlandet ser pandemien ud til at have haft betydning for husholdningernes påskønnelse af bolig.

I løbet af 1. halvår har der i udlandet været nogle tegn på en vending i boligprisudviklingen. I fx Sverige og New Zealand har der været betydelige prisfald i løbet af 1. halvår, se figur 32. De svenske huspriser er på landsplan faldet med 5,4 pct. fra deres top i februar 2022. Boligfinansiering i Sverige har generelt kortere løbetid, og det kan være en medvirkende faktor til, at boligprisfaldene allerede nu er store i Sverige. I sin seneste prognose forventer den svenske centralbank, Riksbanken, at boligpriserne samlet set vil falde med 16 pct. fra deres top i februar til udgangen af 2023.

Andre steder i udlandet er boligprisudviklingen blot fladet ud for nu, fx i Norge og Nederlandene, mens priserne i UK og USA er fortsat opad. I USA er prisvæksten fortsat, på trods af at boligrenterne er steget betydeligt, og antallet af solgte boliger er faldet til under niveauet før pandemien. Det efterlader nogen usikkerhed om, hvor længe prisstigningerne kan blive ved.

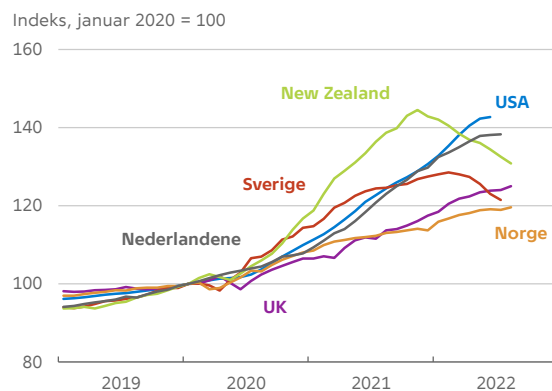
Udsigt til prisfald det kommende år

Samlet set ventes betydelige prisfald på boligmarkedet herhjemme. Der er stor usikkerhed om boligprisudviklingen, hvor særligt risikoen for et kraftigere tilbageslag i boligpriser er til stede. I nærværende prognose skønnes, at priserne på enfamiliehuse vil falde med 9 pct. over det næste år, se figur 33. Ud over den dæmpende effekt fra højere renter og inflation skyldes faldet udsigten til mere afdæmpet vækst, svækket forbrugertillid og øget usikkerhed.

Som følge af de kraftige prisstigninger sidste år ventes en prisstigning for enfamiliehuse for 2022 som helhed på 3 pct., mens prisfaldet først er synligt på årsbasis i 2023, hvor der ventes et fald på 6 pct.

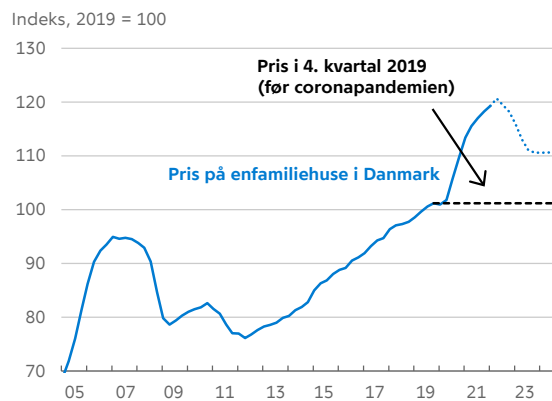
I takt med at indkomsterne stiger, ventes boligprisfaldene at tage af mod slutningen af 2023. Markedet forventer en afdæmpet renteudvikling for lange realkreditobligationer fremadrettet, og modvinden fra rentestigninger udgør derfor en mindre modvægt til prisudviklingen mod prognoseperiodens udgang.

Faldende priser flere steder i udlandet Figur 32



Anm.: Sæsonkorrigeret.
 Kilde: Macrobond.

Udsigt til lavere boligpriser Figur 33



Anm.: Nominelle huspriser på landsplan.
 Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Modelberegninger tyder på, at risikoen for kraftige fald i boligpriserne er steget

Boks 3

Der er betydelig usikkerhed om udviklingen i boligpriserne de kommende år. Mange modsatrettede drivkræfter er i spil, og det kan være vanskeligt at bestemme deres indbyrdes forhold og dermed gennemslag til boligpriserne. I nærværende prognose for dansk økonomi anlægges en samlet og middelret vurdering af boligprisudviklingen de kommende år.

Faglitteraturen finder imidlertid,¹ at risikoscenarier for boligprisudviklingen kan være relevante at betragte for at vurdere prisudviklingen. Det gælder særligt udviklingen i disse risikoscenarier over tid. På den baggrund opstilles en model for udfaldsrummet for boligprisudviklingen i Danmark.²

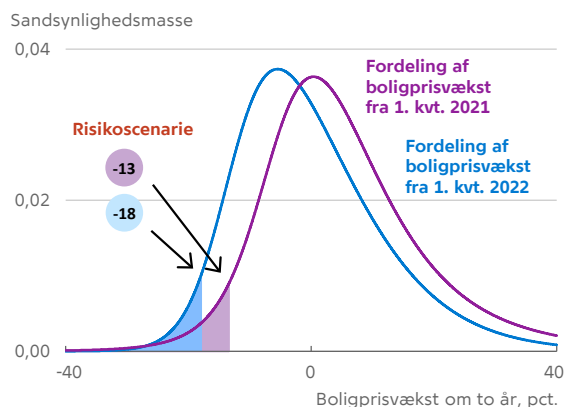
Modellen beskriver scenarier for boligpriserne på baggrund af henholdsvis cykliske og strukturelle faktorer samt regulatoriske tiltag. De cykliske faktorer repræsenteres af udviklingen i en kredit- og boligpriscyklus.³ Denne bestemmes i modellen af udviklingen i boligpriserne i forhold til indkomst. De strukturelle faktorer repræsenteres dels af boliginvesteringerne i procent af BNP som et mål for boligmarkedets betydning for økonomien, dels af boligernes gennemsnitlige gældsserviceringsgrad. De regulatoriske tiltag repræsenteres af førsteårsydelse for førstegangsboligkøbere renset for renteutvikling for kun at afspejle ændringer i regulering.⁴ På baggrund af disse faktorer kan der bl.a.

estimeres en sandsynlighedsfordeling for boligprisvækst inden for en given tidshorisont.

Modellen peger for det første på, at der inden for det sidste år har været et generelt skifte mod lavere boligprisvækst. Medianestimatet for boligprisvæksten over de næste to år er rykket fra 2,3 pct. baseret på udviklingen i henholdsvis cykliske, strukturelle og reguleringsmæssige faktorer frem til og med 1. kvartal 2021 til -1,5 pct. baseret på udviklingen til og med 1. kvartal 2022. Udviklingen skyldes særligt, at boligpriserne er steget mere end indkomsterne, og at nye boligejere derfor isoleret set har sat sig hårdere.

For det andet peger modellen på, at der er risiko for kraftigere boligprisfald end tidligere. Det kan illustreres ved at se på, hvor meget boligpriserne kan falde i et konkret risikoscenarie. Her defineres risikoscenariet som et, der kan opstå med 5 procent sandsynlighed, dvs. den 5. percentil i sandsynlighedsfordelingen for boligprisvæksten. Modellen viser, at boligprisvæksten i dette risikoscenarie er rykket nedad. Risikoscenariet for boligprisvæksten de næste to år er således rykket fra et fald på 13 pct. i 1. kvartal 2021 til 18 pct. i 1. kvartal 2022, se figur A. Det indikerer dermed risiko for et større fald over de kommende to år end for et år siden. Risikoscenariet er det mest negative i mere end 30 år, når der ses bort fra finanskrisen, se figur B.

Figur A
Risikoscenarier for boligprisvæksten er nu mere negative



Figur B
Bevægelsen er begrænset i historisk kontekst



1. Se fx Den Internationale Valutafond, Downside Risks to House Prices, *Global Financial Stability Report*, kap. 2, april 2019, og Adrian Alter og Elizabeth M. Mahoney, Local house-price vulnerability: Evidence from the U.S. and Canada, *Journal of Housing Economics*, nr. 54, 2021.
2. Modellen beskrives i en publikation fra Danmarks Nationalbank, der udkommer senere i år.
3. Se Grinderslev m.fl., Financial Cycles: What are they and what do they look like in Denmark?, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 115, juni 2017.
4. Se Alexander Meldgaard Otte og Ianna Georgjiva Yordanova, Hvad ligger der bag danskernes stigende gæld?, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni 2020.

Boligskattereformen i 2024 forventes også at bidrage positivt til priserne på enfamiliehuse på landsplan. De ventes således at være omtrent uændrede gennem året. På årsbasis svarer det dog til et fald i boligpriserne på næsten 2 pct. Der er imidlertid betydelig forskel på boligskattereformens effekt på boligpriser på tværs af landet, og især for ejerlejligheder i København må der forventes et nedadrettet pres på priserne. Prisfaldet på enfamiliehuse kommer oven på en periode med store prisstigninger, og huspriserne ventes fortsat at være ca. 10 pct. højere end før coronapandemien.

Den aktuelle modvind på boligmarkedet ændrer ikke ved, at strukturerne på boligmarkedet bør forbedres. Der er stadig behov for automatiske stabilisatorer på boligmarkedet, der sikrer en ensartet beskatning og reducerer størrelsen på stigninger og fald i boligpriserne omkring den trendmæssige boligprisudvikling. I Danmark er der et stort samspil mellem udviklingen på boligmarkedet og den øvrige økonomi. Derfor er sunde strukturer på boligmarkedet med til at sikre Danmark en robust økonomi.

Boligskattereformens ikrafttræden i 2024 er det væsentligste bidrag til sundere strukturer på boligmarkedet. Fra 2024 vil boligskatterne igen stige og falde med boligpriserne og dermed reducere udsvingene. Samlet set vil implementeringen løfte boligpriserne en smule omkring 2024 og genetablere en mere ensartet beskatning på tværs af landet.

Midlertidigt højere inflation kan isoleret set sænke boligpriserne

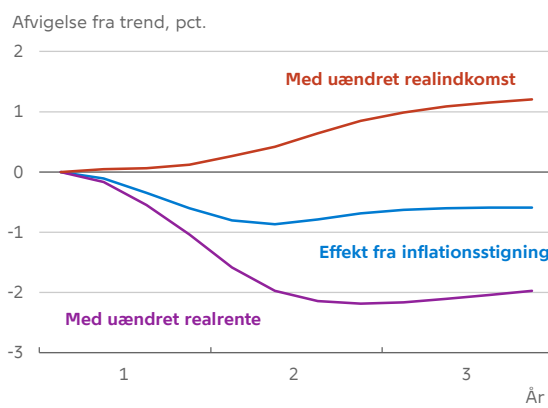
Boks 4

For at illustrere effekterne af stigende inflation på boligpriser tages udgangspunkt i boligprisrelationen i den makroøkonomiske model MONA.¹ Der anvendes en udgave af relationen, hvor den reale lønsum indgår som indkomstbegreb. Brugen af lønsum skyldes, at lønindkomst i høj grad er informativ for konjunkturudsving i boligefterspørgslen.² Der ses derudover bort fra den forventede boligprisvækst for at udelukke forventnings-effekter.

Effekterne af inflation på boligpriser illustreres ved at foretage et gradvist, permanent løft af forbrugerpriserne. Forbrugerpriserne stiger med 1 pct. over et år, hvorefter de fastholdes på det højere prisniveau.

Stigningen i forbrugerpriserne resulterer isoleret set i et fald i boligpriserne, da den reale indkomst udhules permanent, illustreret ved figurens blå linje. Det modvirkes delvist af en lavere realrente, da modellens husholdninger skeler til den historiske inflation, når deres inflationsforventninger dannes. Stigningen i forbrugerpriserne øger derfor midlertidigt husholdningernes inflationsforventninger, hvilket sænker realrenten og tilskynder til større boligefterspørgsel. Det kommer til udtryk, efterhånden som inflationsforventningerne stiger.

Antagelserne om forløbet for nominelle renter og indkomster er vigtige for den endelige effekt på boligpriserne. På kort sigt vil boligprisfaldet forstærkes, hvis man tillader den lange nominelle rente at ændre sig, således at realrenten holdes uændret før skat (lilla linje). Derimod vil boligpriserne stige nominelt, hvis de nominelle indkomster følger med løftet i forbrugerpriserne, således at realindkomsten fastholdes (rød linje). På langt sigt vil boligprisen dog være uændret i reale termer.



1. En uddybende beskrivelse af boligprisrelationen i MONA findes i artiklen Boligboblen der bristede: Kan boligpriserne forklares? Og kan deres udsving dæmpes? *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt 1. kvartal, del 1, side 47-70, 2011.*
2. En lignende sammenhæng findes i ADAM-modellen, hvor privatforbruget indgår i boligprisrelationen.

Bilag: Antagelser og ændringer i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved brug af Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2022. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 13. september 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 5,5 pct. i 2022, 2,5 pct. i 2023 og 2,9 pct. i 2024. Antagelserne bygger på den seneste prognose for international

økonomi fra OECD fra juni og fra IMF fra juli og er skønsmæssigt nedjusteret med afsæt i ECB's seneste prognose. Eksportmarkedsvæksten er opjusteret med 1,7 procentpoint i 2022 i forhold til seneste prognose fra marts 2022, hvilket hovedsageligt afspejler, at højere vækst i 2021 giver et større overhæng til 2022. Eksportmarkedsvæksten fra 4. kvartal 2021 til 4. kvartal 2022 udgør 2,1 pct. og indebærer kun en mindre vækstafmatning igennem 2022. Eksportmarkedsvæksten er nedjusteret med 1,4 procentpoint i 2023 og 0,3 procentpoint i 2024.

De udenlandske priser forudsættes med afsæt i OECD's juniprognose skønsmæssigt korrigeret for ECB's seneste prognose at stige med 16,5 pct. i 2022

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2021	2022	2023	2024
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct., år-år	8,7	5,5	2,5	2,9
Udenlandsk pris ¹ , pct., år-år	9,1	16,5	4,1	1,3
Udenlandsk timeløn, pct., år-år	2,6	4,2	4,4	3,8
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct., p.a.	-0,4	0,3	2,5	2,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a.	0,4	1,8	2,4	2,4
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,9	101,7	101,7	101,7
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,3	7,1	7,3	7,3
Oliepris, brent, USD pr. tønde	70,7	101,2	85,6	79,0
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct., år-år	4,2	0,7	-0,7	1,1
Offentlige investeringer, pct., år-år	0,4	-2,3	2,9	4,5
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	854	860	857	855

¹ Sammenvejlet 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.

efter en lidt højere stigning i 2021. De kommende år forudsættes de udenlandske prisstigninger at aftage markant til 4,1 pct. i 2023 og 1,3 pct. i 2024. Lønstigningerne i udlandet forudsættes at tiltage betydeligt fra 2,6 pct. i 2021 til 4,2 i 2022 og 4,4 pct. i 2023. Forudsætningen bygger på OECD's skøn for lønsum pr. lønmodtager justeret med afsæt i ECB's seneste prognose.

Renter, valuta og energipriser

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 1 pct. i september 2022 til 2,5 pct. i 2024.

Den effektive kronekurs og dollarkursen antages i fremskrivningen 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 futurespriser mellem d. 2. og 13. september. Olieprisen var i begyndelsen af september 2022 på omkring 100 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til omkring 75 dollar pr. tønde ved udgangen af 2024.

På baggrund af den aktuelle situation med særlige udviklinger i prisen på gas og elektricitet indarbejdes særskilte forudsætninger om disse priser i denne prognose. Ligesom for oliepriserne fastlægges gas- og elpriserne ud fra et gennemsnit af futurespriserne mellem d. 2. og 13. september. Prisen på gas antages på den baggrund at forblive omkring 230 EUR/MWh gennem resten af 2022 og derefter at falde til omkring 100 EUR/MWh ved udgangen af 2024. Tilsvarende antages elprisen at falde fra ca. 300 EUR/MWh i slutningen af 2022 til 120 EUR/MWh ved

udgangen af 2023 og til 60 EUR/MWh ved udgangen af 2024.

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*, august 2022 og *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter i 2026*, august 2022.

Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at stige 0,7 pct. i 2022, at falde 0,7 pct. i 2023 og at stige 1,1 pct. i 2024. De offentlige investeringer antages at falde 2,3 pct. i år, stige 2,9 pct. i 2023 og 4,5 pct. i 2024, se tabel A1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er nedjusteret med 0,1 procentpoint i år, 2,2 procentpoint i 2023 og 0,5 procentpoint i 2024 i forhold til seneste prognose fra marts, se tabel A2. Nye forudsætninger om eksportmarkedsvækst og valutakurser bidrager isoleret set til at øge væksten med 0,9 pct. i 2022, men det opvejes af andre faktorer, som ikke kan henføres til eksogene forudsætninger. I 2023 og 2024 trækker både eksportmarkedsvækst og renteutviklingen ned i væksten. Især i 2023 er der også et stort negativt bidrag fra andre faktorer. De store negative bidrag fra andre faktorer skal hovedsageligt ses i sammenhæng med, at markant højere forbrugerprisstigninger svækker husholdningernes købekraft og dæmper forbruget.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er opjusteret 3,7 procentpoint i 2022, 2,9 procentpoint i 2023 og nedjusteret med 0,5 procentpoint i 2024. Valutakurser og eksportmarkedsvækst bidrager lidt til opjusteringerne, men det største bidrag kommer fra andre faktorer. Det store bidrag fra andre faktorer 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.

Ændringer i prognosen

Tabel A2

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

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
13. september 2022



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION