

# DANMARKS NATIONALBANK

15. MARTS 2023 — NR. 4

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — MARTS 2023

## Faldende, men fortsat høj inflation



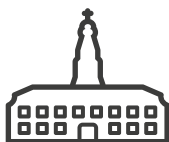
### Presset i dansk økonomi tager af

Dansk økonomi står over for en vækst-afmatning, bl.a. som følge af rentestigninger, og det ses tydeligt i et faldende forbrug. Vækstafmatningen tager presset af arbejdsmarkedet og bringer dansk økonomi tæt på en neutral konjunktursituation fra slutningen af i år.



### Inflationspresset skifter fra energi til lønninger

Lavere energipriser giver et markant fald i inflationen, men højere lønstigninger får den til at forblive på et højt niveau. Det samme ses i euroområdet. Der er stadig risiko for, at inflationen bider sig fast.



### Der er behov for en stram økonomisk politik

Det er afgørende at få inflationen bragt ned. Pengepolitikken er strammet kraftigt, og det er vigtigt, at finanspolitikken ikke modarbejder pengepolitikken i at bringe inflationen ned. En stramning af finanspolitikken kan blive aktuel, hvis risikoen for en dansk løn-pris-spiral stiger.

### INDHOLD

- 2 KORT FORTALT
- 3 ANBEFALINGER TIL DEN ØKONOMISKE POLITIK
- 7 KONJUNKTUR-OVERBLIK OG PROGNOSE FOR DANSK ØKONOMI
- 21 INFLATIONEN ER PÅ VEJ NED
- 32 INFLATIONS-FORVENTNINGERNE ER STADIG VELFORANKREDE
- 38 NEDGANGEN PÅ BOLIGMARKEDET PÅVIRKES AF FLERE FORHOLD
- 43 *BILAG:* ANTAGELSER OG ÆNDRINGER AF PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

**INDENLANDSK  
INFLATIONSPRES**

Energiprisstigningerne, som hidtil har løftet inflationen i Danmark, er på vej ned. Til gengæld øger højere lønstigninger inflationspresset fra indenlandske forhold. Inflationen forventes at falde betydeligt i 2023, men skønnes at forblive høj gennem prognoseperioden.

**PENGEPOLITISK  
STRAMNING**

Den høje inflation har fået centralbankerne verden over til at stramme pengepolitikken markant, og markedsrenterne er steget kraftigt. Pengepolitikken dæmper aktuelt aktiviteten i Danmark og vil over de kommende år dæmpe væksten og inflationen yderligere.

**FALD I DANSK  
EFTERSPØRGSEL**

Rentestigningerne har medført store prislefald på det danske boligmarked, og det private forbrug er faldet som følge af et stort fald i købekraften. Nedgangen i den indenlandske efterspørgsel er mere tydelig end i euroområdet. Eksporten holder indtil nu hånden under væksten.

**VÆKSTAFMATNING I 2023**

I takt med at højere renter dæmper væksten på Danmarks eksportmarkeder, forventes det at føre til en vækstafmatning i dansk økonomi. BNP løftes dog i 2023 af en usædvanlig stigning i produktionen i medicinalindustrien, som formentlig er relateret til aktivitet i udlandet.

**KAPACITETSPRES REDUCERES**

Vækstafmatningen forventes at føre til højere ledighed, som tager presset af arbejdsmarkedet. Dansk økonomi forventes at undgå en lavkonjunktur. Men det er betinget af, at inflationen kommer ned i udlandet uden en global lavkonjunktur.

**RISIKO FOR LØN-PRIS-SPIRAL**

Der er fortsat risiko for, at inflationen bider sig fast i en dansk løn-pris-spiral, selvom inflationen er på vej ned. Nationalbanken vurderer dog, at risikoen for en dansk løn-pris-spiral er reduceret siden sommeren 2022.

**Centrale økonomiske størrelser**

Realvækst i forhold til året før, pct.	2022	2023	2024	2025
BNP (realt), pct.	3,6	0,9	1,2	1,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.164	3.173	3.148	3.141
Ledighed, brutto, 1.000 personer	76	88	97	100
Betalingsbalance, pct. af BNP	12,8	10,3	9,1	9,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,5	1,5	1,9	1,5
Huspriser <sup>1</sup> , pct. år-år	-0,4	-9,4	-0,3	2,9
Forbrugerpriser, pct. år-år	8,5	4,0	3,6	3,0
Timeløn <sup>2</sup> (fremstilling), pct. år-år	3,5	4,7	5,3	3,9

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Nominelle priser på enfamiliehuse.

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



**Regeringen bør være klar til at stramme finanspolitikken med kort varsel, hvis risikoen for en selvstændig dansk løn-pris-spiral stiger.**

## Anbefalinger til den økonomiske politik

Dansk økonomi står over for en vækstafmatning som følge af den kraftige opstramning af pengepolitikken, som er gennemført i USA, euroområdet og Danmark for at få inflationen ned. Vækstafmatningen kommer efter halvandet år med højkonjunktur i Danmark og tre år, som har været præget af pandemi og krig i Europa.

### Udsigt til vækstafmatning og lavere inflation

Herhjemme ses der en tydelig tilbagegang i det private forbrug og et kraftigt fald i boligpriserne på grund af højere renter og udhuling af købekraften fra den meget høje inflation. I euroområdet og USA er der indtil videre ikke samme betydelige tilbagegang i det private forbrug eller på boligmarkedet. I udlandet er der fortsat fremgang i den samlede aktivitet, og det holder indtil nu hånden under dansk eksport og betyder, at der hen over vinteren også fortsat har været fremgang i dansk produktion og beskæftigelse. Væksten i Danmark vurderes dog at være gået ned i tempo på det seneste, hvis man ser bort fra en usædvanlig stor stigning i produktionen i medicinalindustrien, som formentlig er relateret til aktivitet i udlandet, der indgår i det danske bruttonationalprodukt, BNP.

BNP forventes at stige 0,9 pct. i 2023, men det dækker over et betydeligt løft fra produktionen i medicinalindustrien, som ikke vurderes at øge beskæftigelsen eller kapacitetspresset i dansk økonomi. Underliggende forventes BNP i Danmark derimod at falde i løbet af 2023, i takt med at virkningen af centralbankernes renteforhøjelser tager til og dæmper væksten i Danmark og udlandet. Vækstafmatningen forventes at blive begrænset, men bredt funderet, og den forventes at føre til en klar vending på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen falder, og ledigheden stiger.

Vækstafmatningen i dansk økonomi forventes at mindske det pres, der har præget arbejdsmarkedet det seneste halvandet år, og økonomien forventes at være tæt på en neutral konjunktursituation fra udgangen af 2023. Denne forventning er dog baseret

på prognoserne fra en række internationale organisationer, der forudsætter, at centralbankerne formår at bringe inflationen ned uden at bringe verdensøkonomien i en lavkonjunktur.

Forårets overenskomstforhandlinger i Danmark har resulteret i højere aftalte lønstigninger end ved overenskomstforhandlinger de seneste mange år. Selvom presset på arbejdsmarkedet tager af, forventes lønstigningerne i industrien at øges til 4,7 pct. i 2023. Det vil øge det prispresset, der kommer fra indenlandske faktorer, fx danske virksomheders lønomkostninger. Til gengæld forventes et fald i prispresset fra udenlandske faktorer, fx priser på energi og andre importerede varer og tjenester. Her er især lavere priser på energi en væsentlig faktor.

Inflationen ventes at falde betydeligt til 4,0 pct. i år, især fordi forbrugerpriserne på energi falder. Derimod betyder skiftet mod et højere indenlandsk inflationspres, at det vil tage noget tid at nedbringe især kerneinflationen, der fraregner energi og uforarbejdede fødevarer. Kerneinflationen skønnes at forblive høj gennem prognosen. Den samme udvikling ses i euroområdet, og stigningerne i danske lønninger og forbrugerpriser forventes i store træk at være på linje med udviklingen i euroområdet over de kommende år.

### Finanspolitikken må ikke øge inflationen

Der er behov for en stram økonomisk politik for at få inflationen ned. I kraft af Danmarks fastkurspolitik er det pengepolitikken i euroområdet, der har den primære rolle i forhold til at sikre en stabil pris- og lønudvikling. Finanspolitikken i Danmark har til opgave at tage hånd om eventuelle afvigelser i konjunkturf forholdene mellem Danmark og euroområdet, fx hvis kapacitetspresset i dansk økonomi er væsentligt større end i euroområdet, eller hvis der er en forhøjet risiko for en selvstændig dansk løn-pris-spiral.<sup>1</sup>

Pengepolitikken er strammet kraftigt siden september, og der er udsigt til yderligere stramninger frem-

<sup>1</sup> Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

over. Det vil bidrage til at dæmpe væksten betydeligt i euroområdet og Danmark.

På nuværende tidspunkt står Danmark og euroområdet i store træk med de samme udfordringer i forhold til at få inflationen ned med udsigt til lønstigninger, som ikke er forenelige med stabil, lav inflation på længere sigt. Der er ikke udsigt til nævneværdige forskelle i kapacitetspresset i forhold til euroområdet, som finanspolitikken i Danmark særskilt skal håndtere. Men det er vigtigt, at finanspolitikken ikke modarbejder pengepolitikken i at bringe inflationen ned, og der er ikke plads til at øge presset i økonomien. Derfor skal eventuelle nye finanspolitiske tiltag, der øger kapacitetspresset i økonomien, som minimum modsvares af tiltag, der dæmper presset tilsvarende andre steder.

Nationalbanken anbefalede i sommeren 2022, at finanspolitikken skulle bidrage til at dæmpe kapacitetspresset i økonomien med knap 1 pct. af BNP i 2023 ud over, hvad der lå i finanslovsforslaget. Anbefalingen tog afsæt i en forhøjet risiko for en lønpris-spiral i Danmark, som udsprang fra et betydeligt større pres på arbejdsmarkedet end i euroområdet. Nationalbankens aktuelle vurdering er, at der stadig er risiko for en selvstændig dansk lønpris-spiral, men at den er mindsket siden sommeren 2022. Derfor er behovet for en hurtig og markant stramning af finanspolitikken som udgangspunkt også reduceret.

Forårets overenskomstaftaler giver – sammen med mere sikre tegn på, at presset på arbejdsmarkedet i Danmark er på vej ned – større vished om, at lønstigningerne herhjemme ikke bliver markant højere end i euroområdet. Virksomhederne har siden september rapporteret mindre om mangel på arbejdskraft, og det private forbrug er faldet kraftigere i Danmark end i euroområdet. Samtidig falder boligpriserne kraftigere i Danmark. Opbremsningen i det private forbrug i Danmark tyder på, at der ikke længere er så kraftige eftervirkninger fra finanspolitiske tiltag under pandemien som fx udbetalingen af feriepenge.

Risikoen for, at inflationen bider sig fast i en lønpris-spiral, er ikke afværget, og derfor kan det blive aktuelt med en betydelig opstramning af finanspolitikken, hvis risikoen stiger. Det kan fx ske, hvis de lokale lønforhandlinger resulterer i markant højere lønstigninger end aftalt i de centrale forhandlinger, eller hvis danske virksomheder i højere grad end i euroområdet overvælter lønomkostningerne i for-

### Danmarks Nationalbanks anbefalinger til økonomisk politik

Der er behov for en stram økonomisk politik for at bringe inflationen ned, og det er vigtigt, at finanspolitikken ikke modarbejder pengepolitikken i at bringe inflationen ned.

Eventuel kompensation for stigende forbrugerpriser skal fortsat være aktivitetsneutral og bevare incitamentet til at dæmpe fx energiforbrug.

Boligskatteformen bør gennemføres som planlagt, da den udgør et væsentligt bidrag til sundere strukturer på boligmarkedet.

brugerpriserne. Regeringen bør derfor være klar til at stramme finanspolitikken med kort varsel.

### Eventuel kompensation for stigende priser skal bevare tilskyndelsen til at dæmpe forbrug

Politiske ønsker om at kompensere udvalgte befolkningsgrupper for stigende priser bør fortsat være aktivitetsneutrale, så tiltagene ikke øger kapacitetspresset i økonomien. Samtidig bør de bevare incitamentet til at dæmpe energiforbruget. Derfor bør det undgås at indføre subsidier eller afgiftsreduktioner, der har til hensigt at afbøde virkninger fra høje energipriser, da sådanne tiltag vil understøtte forbruget af energi og kan øge energipriserne yderligere. Målrettede, midlertidige overførsler er et mere hensigtsmæssigt værktøj på kort sigt, idet man samtidig holder sig for øje, at gentagne udbetalinger ikke skal svække tilskyndelsen til at skifte væk fra dyre energikilder.

Allerede indgåede tiltag har i overvejende grad levet op til ovenstående principper, og omfanget af kompensationsordninger har været mindre end i mange andre europæiske lande. Men den midlertidige nedsættelse af elafgiften i 1. halvår 2023 er ikke en hensigtsmæssig måde at kompensere husholdninger og virksomheder. Dertil er den seneste aftale om ny inflationshjælp formentlig ikke aktivitetsneutral, selvom forslaget er fuldt finansieret, da beskattningen af overnormale profitter må formodes at have lavere aktivitetsvirkning end udbetalinger til likviditetsbegrænsede husholdninger. Samtidig er det uhensigtsmæssigt på ny at give likviditetsstøtte til virksomhederne ved at udskyde betalingsfrister på A-skat og AM-bidrag. Finansiering af virksomheder foretages i fravær af

markedsfejl bedst på markedsvilkår, hvor der ligger en kreditvurdering bag.

**Boligskattereformen bør gennemføres som planlagt**

Det er vigtigt, at boligskattereformen i 2024 gennemføres som planlagt, da reformen udgør et væsentligt bidrag til sundere strukturer på boligmarkedet. Reformen sikrer, at boligskatterne igen stiger og falder med boligpriserne, og det medvirker til at reducere udsvingene i boligpriserne med en afsmittende, stabiliserende virkning på resten af økonomien. Hvis boligskattereformen havde været på plads før pandemien, ville de aktuelle prisfald på boligmarkedet formentlig ikke have været helt så kraftige, ligesom prisstigningerne gennem 2020 og 2021 heller ikke ville have været så store.

# Aktuelle drivkræfter i dansk og international økonomi

Konjunkturoverblik og  
prognose for dansk økonomi

Side 7

Inflationen er  
på vej ned

Side 21

Inflationsforventningerne  
er stadig velforankrede

Side 32

Nedgangen på  
boligmarkedet påvirkes  
af flere forhold

Side 38

# Konjunkturoverblik og prognose for dansk økonomi

## Stort inflationspres fra globale forhold er på vej ned i Danmark

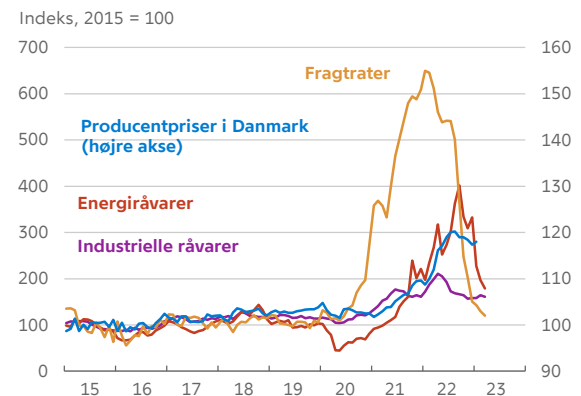
Inflationen i Danmark og euroområdet steg i løbet af efteråret 2022 til det højeste niveau i 40 år, men er på vej ned igen. Flere indikatorer og modelberegninger tyder på, at den meget høje inflation i Danmark i overvejende grad er drevet af globale forhold som fx priser på energi, råvarer og andre importerede varer og tjenester, men flere af de forhold er gradvist ved at fortage sig, se mere i temaafsnittet *Inflationen er på vej ned*.

På verdensplan er priserne tidligt i forsyningskæderne på energi, råvarer og fragt faldet betydeligt i forhold til efteråret 2022, se figur 1. Det er så småt begyndt at vise sig i danske industrivirksomheders salgspriser, som i januar er 1,8 pct. lavere end toppen i august i Danmark. Inflationen i Danmark målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, er aftaget fra 11,4 pct. i oktober til 8,3 pct. i februar. Faldet er dog udelukkende drevet af lavere forbrugerpriser på energi. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisstigninger ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er derimod endnu ikke faldet og udgør i februar 7,5 pct. herhjemme. Stigningen i kerneinflationen afspejler bl.a., at det tager tid, før fald i priser på råvarer og fragt arbejder sig hele vejen gennem forsyningskæderne til forbrugerpriserne.

Hidtil har forsyningskrisen på energimarkederne været en væsentlig drivkraft bag den høje inflation

**Producentpriserne i industrien er begyndt at falde i Danmark**

Figur 1



Anm.: *Producentpriser i Danmark er vist for industrien. Fragtrater angiver SCFI-indekset. Energiråvarer og industrielle råvarer angiver indeks fra Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut.*  
Kilde: Macrobond.

i Danmark, der først og fremmest har øget forbrugerpriserne på energi. Energipriserne bidrager derudover også indirekte til at løfte kerneinflation, der ellers fraregner forbrugerpriserne på energi. De indirekte effekter fra energipriser på kerneinflationen viser sig i form af højere produktionsomkostninger i virksomhederne, som mere gradvist finder vej til andre varer og tjenester end de direkte effekter.

Gennemslaget fra de indirekte effekter har givetvis været hurtigere og stærkere end tidligere, hvilket bl.a. kan skyldes, at høj efterspørgsel bidrager til, at virksomhederne hurtigere kan sende øgede omkostninger videre til forbrugerne.

Foruden energipriser er en stor del af inflationen drevet af prisstigninger på importerede varer og tjenester som fx råvarer eller fragt. Stigningen i danske virksomheders produktionsomkostninger er indtil nu nærmest udelukkende drevet af højere priser på virksomhedernes varekøb og ikke af højere enheds-lønomkostninger eller -profitter<sup>2</sup>. Det understøttes af et mål for den indenlandske, markedsbestemte inflation, IMI, der bl.a. fraregner direkte og indirekte prisstigninger på energi og importerede varer og tjenester, som viser en mere begrænset stigning i forhold til de generelle forbrugerprisstigninger, se mere i temaafsnittet *Inflationen er på vej ned*.

### Betydeligt højere lønstigninger i nye overenskomster

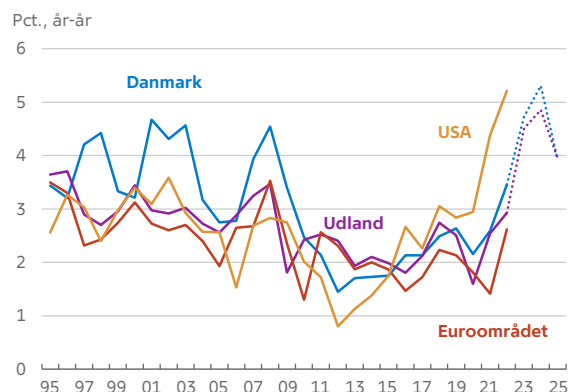
Lønstigningerne i Danmark, der aktuelt er omkring 3,5 pct., har hidtil været moderate i lyset af den meget høje rapporterede mangel på arbejdskraft. Lønstigningerne har derfor indtil nu ikke bidraget nævneværdigt til at løfte inflationen over 2 pct.

Forårets overenskomstforhandlinger for industrien lægger imidlertid op til et betydeligt løft i de aftalte lønstigninger de kommende år, hvilket skal ses i lyset af de seneste års pres på arbejdsmarkedet og de høje prisstigninger. En stor del af lønstigningerne på industriens område skal dog forhandles lokalt i virksomhederne, se boks 1. Med afsæt i overenskomstaftalerne forventes lønningerne at stige med 4,7 pct. i 2023 og 5,3 pct. i 2024. De højere lønstigninger på det private arbejdsmarked forudsættes desuden at smitte af på lønstigningerne i den offentlige sektor i kraft af en forventet videreførelse af den aftalte reguleringsmekanisme, når der skal indgås ny overenskomst i 2024.

De danske lønstigninger forventes i store træk at være på linje med lønstigningerne i udlandet, se figur 2. OECD forventer, at lønstigningerne i USA målt

### Udsigt til høje lønstigninger i Danmark og i udlandet

Figur 2



Anm.: Historiske observationer er baseret på DA's internationale lønstatistik for fremstilling. Skønnene for udlandet i prognoseperioden er baseret på ECB's seneste prognose fra december 2022 for euroområdet og OECD's seneste prognose fra november for USA, Sverige, UK og Japan og Norge, som alle skønner over lønsum pr. beskæftiget i hele økonomien. Vækstrater for lønsum pr. beskæftiget er angivet i fodnote 3.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, OECD, ECB og egne beregninger.

ved lønsum pr. beskæftiget vil være 4,6 pct. i 2023 og 3,5 pct. i 2024, mens Den Europæiske Centralbank, ECB, forventer, at lønstigningerne i euroområdet vil tage til i 2023 og blive 5,2 pct. for derefter at aftage til 4,5 pct. i 2024 og 3,9 pct. i 2025, i takt med at presset på arbejdsmarkedet tager af.<sup>3</sup>

Lønstigningerne i Danmark ventes at falde til 3,9 pct. i 2025, efterhånden som presset på arbejdsmarkedet tager af, inflationen kommer ned, og lønstigningerne også tager af på de eksportmarkeder, som danske industrivirksomheder konkurrerer med.

### Højere lønstigninger ventes at fastholde høj inflation gennem prognoseperioden

Inflationen i Danmark ventes at komme betydeligt ned i løbet af 2023, i takt med at det inflationspres, som er drevet af globale forhold, tager af. Men det

2 Enhedsprofitterne er steget meget kraftigt i forsynings- og transportsektorerne, som i høj grad er påvirket af energipriser og fragtrater, men er omtrent uændrede, når man fraregner de to brancher.

3 Lønsummen i Danmark målt ved lønsum pr. beskæftiget forventes at stige 4,4 pct. i 2023, 4,9 pct. i 2024 og 4,3 pct. i 2025 i nærværende prognose. Det skal bl.a. ses i sammenhæng med, at lønstigningerne i den offentlige sektor kommer op med lidt forsinkelse i forhold til den private sektor.



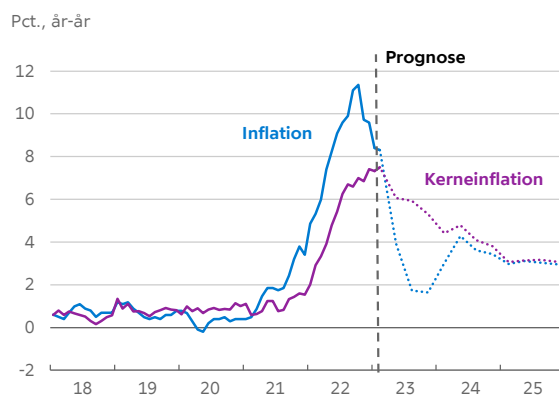
vil blive afløst af et inflationspres drevet af indenlandske forhold som følge af højere lønstigninger, og inflationen ventes at falde, men fortsat være høj det meste af 2023, se figur 3.

Lavere inflationspres fra globale forhold kommer især til udtryk på energiområdet. Forbrugerpriserne på energi ekskl. skatter forudsættes med afsæt i futurespriser på el, gas og olie, dvs. priserne på kontrakter til fremtidig levering, at forblive omkring det nuværende niveau resten af året, hvilket er på linje med begyndelsen af 2022. Forbrugerpriserne på energi bidrager derfor ikke længere til at løfte inflationen og forventes i løbet af 2023 at ligge under de meget høje niveauer i 2022. Futurespriserne på el og gas kan svinge meget på kort tid, og prognosen er meget følsom over for disse udsving, se mere i temaafsnittet *Inflationen er på vej ned*. Energipriserne bidrager også til, at kerneinflationen kommer ned, i takt med at de indirekte effekter fra energiprisstigningerne gradvist skønnes at have slået fuldt igennem. Det bidrager til, at kerneinflationen forventes at falde betydeligt i løbet af 2023, men for 2023 som helhed vil de indirekte effekter samlet set bidrage betydeligt til kerneinflationen som følge af et højt niveau i begyndelsen af året. Dertil forudsættes kerneinflationen også at blive dæmpet af lavere prisstigninger på importerede varer og tjenester.

Kerneinflationen ventes derimod at få et betydeligt løft fra højere lønstigninger, som ventes at øge det indenlandske inflationspres betydeligt. Kerneinflationen ventes at blive 6,2 pct. i 2023, 4,3 pct. i 2024 og 3,1 pct. i 2025. Den samlede inflation skønnes at falde betydeligt til 4,0 pct. i 2023 og 3,6 pct. i 2024 som følge af lavere forbrugerpriser på energi. Mod slutningen af prognosen skønnes den samlede inflation at være på linje med kerneinflationen og udgøre 3,0 pct. i 2025. Inflationen i Danmark skønnes at blive lavere, end internationale organisationer skønner for euroområdet i 2023, mens skønnet for kerneinflationen er på linje med euroområdet i prognoseperioden, se mere i temaafsnittet *Inflationen er på vej ned*.

Inflationen forventes at falde i 2023

Figur 3



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Markant pengepolitisk stramning verden over

Centralbankerne har i de fleste lande strammet pengepolitikken markant siden begyndelsen af 2022 for at bringe inflationen ned. Både Den Europæiske Centralbank, ECB, og den amerikanske centralbank, Federal Reserve (Fed), har desuden kommunikeret, at de forventer at sætte de pengepolitiske renter yderligere op, og at renterne vil forblive høje for at få inflationen ned på målsætningen. Markedsdeltagerne forventede ved datagrundlagets afslutning, at de pengepolitiske renter topper på lidt over 4 pct. i euroområdet og 5,5 pct. i USA i 2. halvår 2023.<sup>4</sup>

Herhjemme har Nationalbanken i store træk fulgt ECB's renteforhøjelser, selvom det pengepolitiske rentespænd er udvidet til -0,4 procentpoint for at modvirke et opadgående markedspress på kronekursen over for euroen.<sup>5</sup> Renterne på fastforrentede realkreditobligationer steg kraftigt allerede i løbet af foråret 2022, og efterhånden som ECB og Nationalbanken begyndte at sætte de pengepolitiske renter op fra sommeren 2022, er også de variabelt forrentede boligrenter steget. Den pengepolitiske stramning

4 Prognosen er baseret på finansielle data til og med 9. marts 2023.

5 Se afsnittet "Det danske penge- og valutamarked" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.

## Overenskomstaftaler øger lønstigningerne markant i Danmark og udlandet

Boks 1

Der er i løbet af februar og marts indgået en række toårige overenskomstaftaler, som alle løfter de aftalte lønstigninger betydeligt i forhold til forrige overenskomstperiode. Overenskomstaftalerne skal endeligt stemmes igennem, når der er indgået forlig på alle områder.

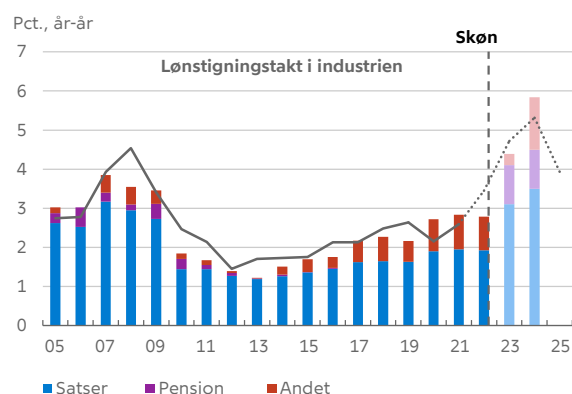
Gennembrudsforliget på industriens område lægger op til et samlet løft på op til 11 pct. over to år. Minimumslønnene øges med 7 pct., og dertil øges fritvalgsordningen med 2 procentpoint, mens lønmodtagernes egenbetaling af pension reduceres med 2 procentpoint. Ændringerne i fritvalgsordningen og pensionsindbetalinger fastsættes centralt, mens ordinære lønstigninger forhandles lokalt i virksomhederne. Derfor kan den fremtidige lønudvikling afvige fra det aftalte, men som regel følger lønudviklingen i industrien overenskomstaftalerne relativt tæt, se figur. Udfaldet af overenskomstforhandlingerne på de andre dele af mindstebetalingsområdet, som udgør ca. 80 pct. af det private arbejdsmarked, følger i store træk gennembrudsforliget i industrien.

På normallønsområdet, hvor løndannelsen fastsættes i de centrale forhandlinger, har der desuden været et gennembrudsforlig på transportområdet, som giver et løft på op til 12 pct. Her er der aftalt en stigning i timelønningerne på 4,3 pct. fra 2. kvartal 2023 og yderligere 3,5 pct. fra 2. kvartal 2024 samt tilsvarende ændringer i fritvalgsordning og pensionsindbetalinger som i industrien, som løfter lønstigningerne med yderligere 4 procentpoint. Udfaldet på andre dele af normallønsområdet, følger i store træk gennembrudsforliget på transportområdet.

Lønstigningerne i overenskomstaftalen er i store træk på linje med mange andre lande i Europa. I Tyskland er de aftalte lønstigninger i de toneangivende overenskomstforhandlinger på omtrent samme niveau. Dertil er de lovfaste mi-

nimumslønninger på andre dele af arbejdsmarkedet hævet, og den tyske centralbank, Deutsche Bundesbank, forventer, at de tyske lønninger samlet set stiger med omkring 5 pct. i 2023 og 2024.<sup>1</sup> I Nederlandene er der aftalt lønstigninger i omtrent samme leje i 2023 og 2024.

### Industriens lønninger stiger typisk på linje med overenskomstaftalerne



Anm: Referenceforløbet består af satsler, pensioner, fritvalgsordninger og andet og er opgjort ekskl. genetillæg. Referenceforløbet indeholder Industriens Overenskomst for arbejdere, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og Logistikoverenskomsten. Egne skøn for omkostningsvirkningerne af de seneste overenskomstaftaler baseret på information om omkostningsvirkningerne fra tidligere overenskomster. Skønnene er baseret på Industriens overenskomst og Fællesoverenskomsten.

Kilde: Statistikudvalgets Statusrapport og egne beregninger.

<sup>1</sup> Se fx den tyske centralbanks månedsberetning fra december 2022.

vurderes at have dæmpet væksten i dansk økonomi i 2022, og rentestigningerne vil dæmpe væksten endnu mere i 2023 og 2024, bl.a. i takt med at renterne på husholdningernes og virksomhedernes lån gradvist stiger.<sup>6</sup>

### Rentestigninger ventes at få boligpriserne til at falde yderligere

De markante rentestigninger har sammen med lavere købekraft ført til en tydelig tilbagegang på boligmarkedet. Rentestigningerne skubber ydelsen for boligkøbere i vejret, og samtidig begrænser lavere købekraft, hvor meget boligkøbere kan eller er villige til at bruge på boligkøb.

Handelsaktiviteten er bremset betydeligt op over det seneste år og er 25 pct. lavere end i årene op til pandemien, se temaafsnittet *Nedgangen på boligmarkedet påvirkes af flere forhold*. Salgspriserne på enfamiliehuse er i februar 2023 9,5 pct. lavere end toppen i februar 2022, mens ejerlejlighederne er 10,5 pct. lavere end toppen i januar 2022, ifølge Boligsidens Markedsindeks.

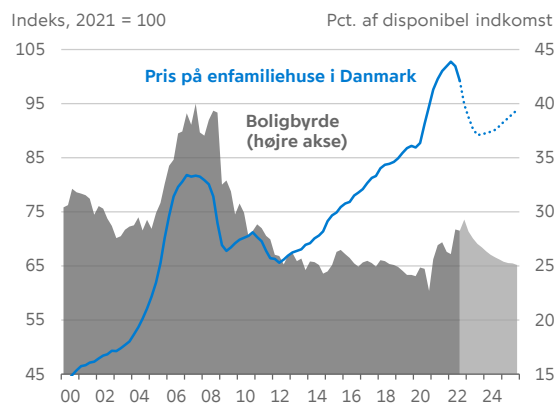
Udviklingen afspejler et marked, hvor sælgerne ikke har sænket udbudspriserne tilstrækkeligt i forhold til, hvad køberne er villige til og har råd til at betale i forhold til de kraftige rentestigninger. Der bliver givet store nedslag, som tilmed er øget yderligere de seneste måneder. Det indikerer, at der er yderligere prisfald i vente. Den fulde effekt af rentestigninger vurderes derfor endnu ikke at være slået igennem på boligpriserne i Danmark.

De faldende boligpriser ventes at fortsætte i 2023, i takt med at rentestigningerne slår fuldt igennem, se figur 4. Priserne på enfamiliehuse skønnes fra 4. kvartal 2022 at falde med yderligere 6 pct. frem mod en forventet bund i 4. kvartal 2023, hvor priserne vil være på niveau med midten af 2020. Det indebærer et prisfald på 9,4 pct. for 2023 som helhed.

Priserne på enfamiliehuse ventes at stige igen i løbet af 2024, efterhånden som rentestigningerne er slået fuldt igennem, og der fortsat er fremgang i købekraften. Dertil kommer, at de nye boligskatte

### Betydeligt boligprisfald får boligbyrden til at falde

Figur 4



Anm.: Nominelle boligpriser på enfamiliehuse på landsplan. Boligbyrden for Danmark er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostningerne inkl. ejendomsskatte ved køb af et enfamiliehus som andel af den gennemsnitlige disponible indkomst. Finansieringsomkostningerne er beregnet ud fra et 30-årigt, fastforrentet lån med afdrag inkl. bidragssatser og kurssikring med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke finansieres af realkreditlån. Fra 2024 antages boligskatte i boligbyrden at følge udviklingen i boligpriserne. Prognosen er Nationalbankens prognose fra marts 2023 og dækker over forventninger til boligpriser, indkomst og renter. Prognosen tager udgangspunkt i Danmarks Statistiks prisstatistik, hvor seneste observation er 3. kvartal 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligsiden og egne beregninger.

bidrager til at øge priserne på enfamiliehuse på landsplan. Forventningen om store prisfald gennem 2023 betyder imidlertid, at boligpriserne målt som årgennemsnit skønnes at falde med 0,3 pct. i 2024 og stige 2,9 pct. i 2025. Udviklingen i boligpriserne bringer boligbyrden tilbage på samme niveau som i årene før pandemien.

Faldet i boligpriserne ventes også at føre til tilbagegang i boliginvesteringerne, hvor de stigende renter øger finansieringsomkostningerne, og de faldende boligpriser mindsker tilskyndelsen til nybyggeri. Boliginvesteringerne er faldet en smule igennem 2022 og skønnes at falde med 7,7 pct. i 2023 og 4,4 pct. i 2024.

<sup>6</sup> Se afsnittet "Udviklingen i de makrofinansielle forhold" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.

### Svækket købekraft og renteforhøjelser dæmper også det private forbrug

Lavere købekraft har også ført til et fald i det private forbrug ligesom i boligpriserne. Forbruget er faldet med omkring 5 pct. i løbet af 2022, og tilbagegangen er især sket inden for varer. Detailomsætningen og omsætningen på betalingskort tyder på, at forbruget kom lidt igen i begyndelsen af det nye år. Samtidig er forbrugertilliden steget lidt siden efteråret, selvom den fortsat er historisk lav.

Konjunkturedgangen i forbruget er mere frem-skreden i Danmark end i euroområdet og USA, på trods af at husholdningerne i stor grad er udsat for de samme globale påvirkninger, se figur 5. Det kan skyldes større tilskud eller afgiftsnedsættelser til energiforbrug i euroområdet, og at især mange syd-europæiske lande har nydt godt af stor indkomstfremgang i turismeerhvervene. I USA er lønningerne steget mere og har derigennem ikke haft samme reallønsfald, hvilket bl.a. skal ses i sammenhæng med, at bytteforholdet ikke er svækket i USA. Samtidig har husholdningerne i både euroområdet og USA opbygget højere opsparinger under pandemien end i Danmark, bl.a. som følge af større hjælpepakker.<sup>7</sup>

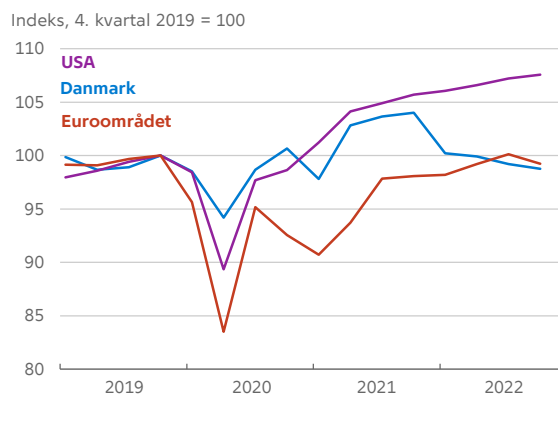
Tilskud til husholdningernes energiforbrug på så stor en del af de regionale energimarkeder med begrænset udbudskapacitet vil på den korte bane uundgåeligt øge markedspriserne yderligere, men denne virkning fordeles over hele området og ikke kun de lande, der yder tilskud. Herudover udskyder alle former for kompensation for tab af købekraft i høj grad en nødvendig tilpasning af forbruget for at få inflationen ned.

### Udsigt til fornyet fremgang i det private forbrug, i takt med at inflationen aftager

Det private forbrug ventes at stige fremadrettet, i takt med at lønstigningerne kommer op og inflationen falder, hvormed der igen kommer fremgang i købekraften, målt ved den reale disponible indkomst, se figur 6. I løbet af 2025 skønnes det private forbrug at være tilbage på samme niveau, som før energiprisstigningerne tog fart i 2021.

### Fald i det reale private forbrug over det seneste år

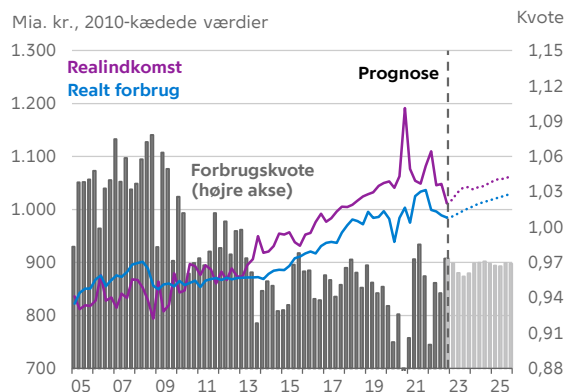
Figur 5



Kilde: Macrobond.

### Fornyet fremgang i forbruget efter stort fald i forbrug og købekraft

Figur 6



Anm.: Disponibel indkomst korrigeret for udbetaling af feriepenge.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>7</sup> I USA udgjorde meropsparingen under pandemien mere end 10 pct. af BNP opgjort som forskelle mellem den faktiske opsparing og en kontrafaktisk opsparing beregnet på baggrund af den gennemsnitlige opsparingskvote i 2015-19. I Danmark udgjorde meropsparingen omkring 75 mia. kr., svarende til ca. 3 pct. af BNP, når der tages højde for udbetalingen af feriepenge.

Husholdningernes købekraft ventes at stige relativt kraftigt i 1. halvår 2023, hvor især et fald i energipriserne giver et stort bidrag. Købekraften stiger, på trods af at opstramningen af pengepolitikken isoleret set svækker købekraften betydeligt i begyndelsen af 2023, efterhånden som husholdningernes renteomkostninger stiger.<sup>8</sup> Fra 2. halvår 2023 forventes købekraften at stige med omkring 1,0 pct., da relativt høje lønstigninger opvejer et fald i den samlede beskæftigelse. Tabet af købekraft i 2022 genvindes dermed gradvist og vil i løbet af 2025 være tilbage på samme niveau, som før energiprisstigningerne tog fart.

Det private forbrug forventes så småt at begynde at stige igen i 1. halvår 2023, men fremgangen skønnes at være beskeden i forhold til fremgangen i købekraft, da forbrugertilliden fortsat er lav. Væksten i det private forbrug forventes at tage til i løbet af 2. halvår 2023, i takt med at lav forbrugertillid ikke i samme grad skønnes at dæmpe forbruget. De følgende år skønnes forbruget at stige på linje med fremgangen i købekraften.

Forbrugskvoten, dvs. forbruget i forhold til indkomst, skønnes at forblive i samme leje som i årene før pandemien. Det er relativt lavt i historisk perspektiv og skal bl.a. ses i sammenhæng med, at mange højtbelånte låntagere reducerede deres forbrug kraftigt efter finanskrisen.<sup>9</sup> Danske husholdninger har efterhånden konsolideret sig og har generelt store opsparinger, som gør det muligt at stå imod faldet i købekraft. Det seneste år har de markante rentestigninger gennem 2022 desuden givet mange husholdninger mulighed for at få frigivet likviditet i forbindelse med konvertering af realkreditlån. Omkring 30 pct. af de realiserede kapitalgevinster fra konverteringer i 2022 er blevet frigivet som likviditet, hvilket udgør 13,5 mia. kr. og svarer til 1,1 pct. af disponibel indkomst.<sup>10</sup>

### Pengepolitiske stramninger dæmper væksten i Europa og USA

Den pengepolitiske stramning i euroområdet har sammen med høj inflation medført et mindre fald i det private forbrug i 4. kvartal, der dog er beskedent i forhold til faldet i Danmark gennem 2022. Det har bidraget til, at BNP i euroområdet var uændret i 4. kvartal i forhold til 3. kvartal. I USA har det private forbrug derimod bl.a. været understøttet af høje lønstigninger og store akkumulerede opsparinger. Den amerikanske økonomi voksede således med en solid vækst på 0,7 pct. i 4. kvartal.

Der er dog udsigt til, at højere renter også vil svække væksten i den amerikanske økonomi, og væksten i både euroområdet og USA vil være afdæmpet i de kommende år. Husholdningernes købekraft vil fortsætte med at blive presset af høj inflation og flere rentestigninger, der sammen med lav forbrugertillid peger på en yderligere opbremsning i det private forbrug. Højere renteomkostninger kan også dæmpe private investeringer. For eksempel er boliginvesteringerne i USA faldet kraftigt igennem 2022, bl.a. som følge af højere renter. I Europa ventes implementeringen af EU's genopretningsplan NextGenerationEU og investeringer i energiinfrastruktur og forsvar at øge offentlige investeringer. Samlet vil finanspolitikken i euroområdet være stort set neutral i 2023 i forhold til 2022 ifølge Europa-Kommissionen, forudsat at mange energirelaterede støtteordninger vil blive rullet tilbage i løbet af året. Den neutrale finanspolitik i 2023 skal imidlertid ses i sammenhæng med markante finanspolitiske lempelser i 2020-22. Der er risiko for, at finanspolitikken i euroområdet kan blive mere lempelig end ventet, men det må forventes modgået af en strammere pengepolitik fra ECB, hvis det øger inflationen.

8 Se Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.

9 Se Andreas Kuchler og Simon Juul Hviid, Forbrug og opsparing i et lavrentemiljø, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 116, juni 2017. Opdaterede beregninger viser, at højtbelånte husholdninger frem til 2021 har reduceret deres forbrug kraftigt.

10 Se Henrik Yde Andersen mfl., *Refinancing behaviour by homeowners in Denmark when mortgage rates rise*, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2023.

Den Internationale Valutafond, IMF, forventer i sin seneste prognose fra januar, at økonomierne i euroområdet og USA vil vokse med henholdsvis 0,7 pct. og 1,4 pct. i 2023, se figur 7. IMF påpeger dog, at der er tale om en mild vækstafmatning uden fald i aktiviteten. Den forventede vækstnedgang afspejles i en lille stigning i ledigheden, så noget af det aktuelt store pres på arbejdsmarkedet tager af. Væksten ventes først at tage til i 2. halvår 2024, i takt med at aftagende inflation på ny styrker husholdningernes købekraft, som bidrager til fornyet fremgang i det private forbrug.

### Genåbningen i Kina løfter vækstudsigterne, men kan øge den globale inflation

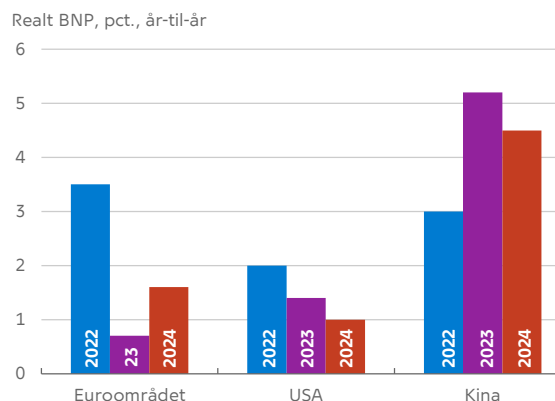
Mens de avancerede økonomier står over for en vækstafmatning i år, er der udsigt til større fremgang i den kinesiske økonomi. Den økonomiske udvikling i Kina spiller en vigtig rolle for den økonomiske vækst i Danmark, idet Kina er vokset til et stort eksportmarked, se boks 2. Forventningen om højere vækst i Kina skyldes især genåbningen af den kinesiske økonomi i december. Stigningen i indenlandsk aktivitet vil i høj grad opveje lavere eksport som følge af afdæmpet efterspørgsel fra Europa og USA.

Genåbningen af den kinesiske økonomi ventes ligeledes at bidrage positivt til væksten i resten af verden, primært gennem øget efterspørgsel efter udenlandske varer og tjenester.<sup>11</sup> Aktivitetsfremgangen i Kina har også betydning for inflationen gennem to modsatte kræfter. På den ene side kan fremgangen være med til at opretholde det høje pres på vare- og tjenesteflationen, bl.a. gennem højere råvarepriser. Internationale organisationer som bl.a. ECB ser netop Kinas genåbning som en risikofaktor for, at gaspriser i Europa vil stige på ny som følge af større konkurrence om leverance af flydende naturgas, LNG. På den anden side kan færre coronarestriktioner i Kina øge industriproduktionen og bidrage til at løsne flaskehalsene i de globale forsyningskæder

IMF forventer, at verdensøkonomien vil vokse med 2,9 pct. i 2023, hvoraf mere end en tredjedel vil komme fra den kinesiske vækst, der ventes at være 5,2

### Udsigt til lavere vækst i euroområdet og USA i 2023-24

Figur 7



Kilde: IMF.

pct. Kina vil således give et større bidrag til global vækst i 2023 end i årene op til pandemien og mere end euroområdet og USA tilsammen. Ifølge IMF er den forventede aktivitetsfremgang i Kina en af grundene til tiltagende global vækst i løbet af i år. Den globale vækst gennem 2023 (fra 4. kvartal 2022 til 4. kvartal 2023) ventes at være 3,2 pct.

### Afmatning på eksportmarkederne svækker eksport og investeringer

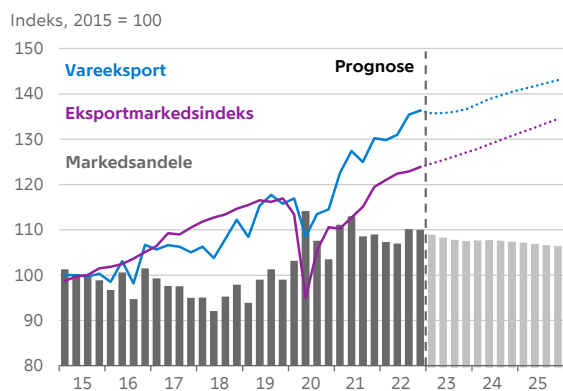
Danske eksportvirksomheder har indtil nu nydt godt af fremgangen på eksportmarkederne, men afmatningen i udlandet ventes at dæmpe væksten i eksport det næste år. Især tjenesteeksporten har over det seneste år haft stor fremgang, i takt med at flaskehalse i verdensøkonomien er bragt ned. Samtidig har der også været høj vækst i vareeksporten, som har været væsentligt stærkere end eksportmarkedsvæksten, dvs. væksten i importen hos Danmarks samhandelspartnere, se figur 8.

Industriproduktionen har klaret sig betydeligt bedre i Danmark end i udlandet, hvilket især skal ses i sammenhæng med stor produktion i medicinalin-

11 Flere internationale studier, bl.a. fra IMF, finder frem til, at en stigning i kinesisk BNP-vækst med 1 procentpoint kan løfte BNP i resten af verden med ca. 0,3 procent efter 2-3 år. Se People's Republic of China: 2022 article IV consultation, IMF staff country report, nr. 2023/67, februar 2023.

### Danske eksportvirksomheder har vundet markedsandele de seneste år

Figur 8



Anm.: Eksportmarkedsindeks angiver et sammenvæjet skøn for danske samhandelspartneres import.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD og egne beregninger.

dustrien. Især i december var der en usædvanlig stor stigning i produktionen i medicinalindustri på 45 pct., som gav et betydeligt løft til BNP-væksten i 4. kvartal 2022. Produktionen faldt delvist tilbage i januar, men er stadig betydeligt højere end i efteråret 2022. Det er endnu uklart, i hvilket omfang produktionen i medicinalindustrien er varigt højere, men under antagelse af at niveauet fra januar fastholdes, vil det også bidrage til BNP-væksten i 1. kvartal 2023 og ansås isoleret set at løfte BNP-niveauet med knap 1 pct. igennem prognoseperioden. Den kraftige stigning formodes at skyldes produktion i udlandet under dansk ejerskab, hvormed dansk produktion øges betydeligt uden effekt på dansk beskæftigelse.<sup>12</sup> Medicinalindustrien har dog gennem hele 2022 bidraget til at løfte industriproduktionen, hvilket har været en afgørende faktor bag den store fremgang i vareeksporten.<sup>13</sup> Selv hvis man ser bort fra medicinalindustrien, har industriproduktionen dog klaret sig godt i international sammenligning.

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

13 Foruden en stor fremgang i eksporten af medicin har der også været en stor stigning i eksporten af varer produceret i udlandet under dansk ejerskab, hvor medicinalindustrien spiller en stor rolle. Medicinalindustriens andel af salg af varer produceret af underleverandører er steget fra 40 pct. i 2021 til 50 pct. i 4. kvartal 2022.

### Kinas betydning for dansk økonomi er vokset

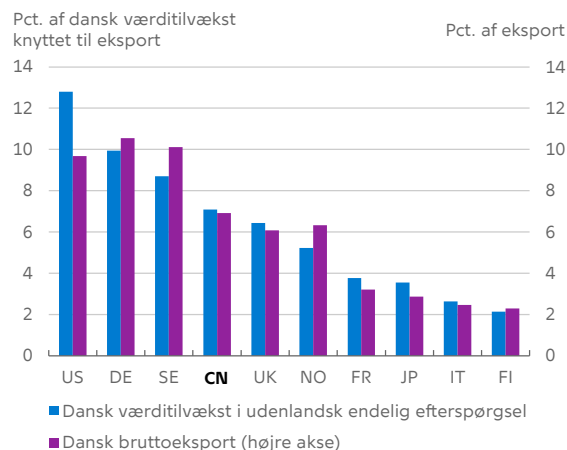
Boks 2

Kina er blevet en større samhandelspartner for Danmark de seneste år. I 2018 var Kina det fjerdevigtigste eksportmarked for Danmark og stod for ca. 7 pct. af den endelige efterspørgsel efter dansk eksport, se figur. Det er en markant stigning fra knap 3 pct. i 2007. Kinesisk efterspørgsel spiller en vigtig rolle for værdiskabelsen i Danmark, især inden for medicinal- og transportindustrien. Samtidig var knap 3 pct. af den private beskæftigelse i Danmark knyttet til kinesisk efterspørgsel.

Kina har betydning for dansk inflation gennem sin vigtige rolle i verdensproduktionen og indflydelse på råvarepriser. Ifølge IMF vil større fremgang i den kinesiske økonomi kunne forny inflationspresset via højere priser på energi og metal.<sup>1</sup>

Dansk og global økonomi har nogle sårbarheder i forhold til Kina, der primært er relateret til forsyningssikkerheden af kritiske varer. For eksempel dominerer Kina forsyningskæderne til den grønne omstilling og står for 60 pct. af verdensproduktionen af sjældne jordarter<sup>2</sup> og 84 pct. af den globale produktion af solcellepaneler.<sup>3</sup>

### Kina er blandt Danmarks største eksportmarkeder



Anm.: Data er for 2018 og omfatter varer og tjenester. Dansk værditilvækst i udenlandsk efterspørgsel tager højde for den fulde værdikæde for dansk eksport og viser, hvor den danske værditilvækst i sidste ende afsættes.

Kilde: OECD (TiVA) og egne beregninger.

1. Se IMF *World Economic Outlook Update*, januar 2023.

2. Se Mineral commodity summaries, USA's geologiske undersøgelser, januar 2023.

3. Se Executive summary, Solar PV Global Supply Chains, IEA.

Lavere vækst på Danmarks eksportmarkeder ventes at føre til en svagere udvikling i eksporten gennem 2023. Industriens eksportordrebeholdning er gået ned de seneste måneder. Ordrebeholdningen er nu lidt lavere end i årene op til pandemien men indikerer ikke, at et stort konjunkturomslag som fx under finanskrisen er på vej. På kort sigt ventes dansk vareeksport at tabe nogle af de markedsandele, som er vundet siden pandemien. Derefter er der stadig udsigt til fremgang i eksporten gennem resten af prognoseperioden.

Erhvervsinvesteringerne ventes at falde kraftigt i år som følge af lavere vækst i eksport og industriproduktion samt finansieringsomkostninger i virksomhederne. Allerede nu er presset på virksomhedernes produktionskapacitet aftaget betydeligt. Erhvervsinvesteringerne ventes at falde med 6,6 pct. i 2023, i takt med at finansieringsomkostninger i virksomhederne stiger, og at stramningen af pengepolitikken i det hele taget dæmper aktiviteten i økonomien herhjemme og i udlandet. De følgende år kommer investeringerne lidt op i tempo igen, i takt med at eksporten får fornyet fremgang, og opstramningen af pengepolitikken er slået fuldt igennem til virksomhedernes finansieringsomkostninger.<sup>14</sup>

### Vækstafmatning i Danmark bringer økonomien tæt på en neutral konjunktursituation

I takt med at den pengepolitiske opstramning transmitteres gennem dansk og international økonomi, forventes konjunkturedgangen i det private forbrug i Danmark at blive suppleret af en afmatning i eksporten og markant tilbagegang i bolig- og erhvervsinvesteringerne. Det ventes underliggende at føre til et lille fald i dansk produktion i 2023, men den markante stigning i produktionen i medicinalindustrien antages at øge BNP i Danmark. Stigningen i produktionen i medicinalindustri forventes ikke at øge beskæftigelsen eller kapacitetspresset i dansk økonomi, og det underliggende lille fald i dansk produktion forventes at bringe økonomien tæt på en neutral konjunktursituation ved udgangen af året.

Det underliggende lille fald i dansk BNP forventes især at indtræffe i 1. halvår, hvor afmatningen i eksporten sætter ind, tilbagegangen i investeringerne

tager fart, og hvor lav forbrugertillid fortsat lægger en dæmper på væksten i det private forbrug. I 2. halvår 2023 ventes fornyet fremgang i eksporten og det private forbrug at føre til svag vækst i BNP, i takt med at væksten kommer lidt op i tempo i udlandet, købekraften fortsat stiger, og lav forbrugertillid ikke skønnes at dæmpe det private forbrug i samme omfang.

Den samlede efterspørgsel ventes at falde med 0,7 pct. i 2023 på trods af en stigning i den offentlige efterspørgsel. Importen skønnes at falde mere end den samlede efterspørgsel med 3,4 pct., og BNP forventes at stige med 0,9 pct. i 2023. Den markante stigning i produktionen i medicinalindustrien ansås isoleret set at bidrage med 0,7 procentpoint til BNP-væksten i 2023, mens der underliggende er tale om et mindre fald gennem 2023. Det er svagere end i udlandet, hvor der er udsigt til en mild vækstafmatning uden fald i aktiviteten.

Efterhånden som faldet i bolig- og erhvervsinvesteringer tager af i løbet af 2024, stiger væksten. BNP ventes at stige med 1,2 pct. i 2024 og 2025.

Vækstafmatningen i dansk økonomi i løbet af 2023 indebærer, at det meste af produktionsgabets, dvs. forskellen mellem faktisk produktion og det skønnede, potentielle produktionsniveau, som er foreneligt med stabil løn- og prisudvikling, lukkes ved udgangen af 2023, se figur 9. Fra begyndelsen af 2024 skønnes væksten at være på linje med den potentielle vækst, og dansk økonomi ventes at være tæt på en neutral konjunktursituation. Udsigterne for dansk økonomi er dog betinget af, at internationale organisationer som fx IMF forventer, at centralbankerne formår at bringe inflationen ned uden at bringe verdensøkonomien i en lavkonjunktur.

Overskuddet på betalingsbalancen ventes de kommende år at falde fra 12,8 pct. af BNP i 2022 til 9,1 pct. af BNP i 2025, som følge af at lavere fragtrater forværrer Danmarks bytteforhold over for udlandet, se figur 10. Overskuddet på tjenestebalancen blev i 2022 løftet af de ekstraordinært høje fragtrater, men ventes i den sidste del af prognosen at være på omtrent samme høje niveau som i årene før pandemien.

<sup>14</sup> Se Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.



### Høj inflation øger overskuddet på de offentlige finanser

Overskuddet på den offentlige saldo ventes i 2022 at blive 1,5 pct. af BNP på trods af et stort fald i provenuet fra pensionsafkastskatten, PAL. Overskuddet ventes at forblive på 1,5 pct. af BNP i 2023 på trods af konjunkturtilbagegangen. Det skal ses i sammenhæng med, at høj inflation på kort sigt forbedrer de offentlige finanser, da højere løn- og prisstigninger øger skatteindtægterne relativt hurtigt, mens udgifter til offentlige lønudgifter og indkomstoverførsler reguleres til de private lønstigninger med en forsinkelse. Dertil stiger provenuet fra PAL-skatten lidt igen. Overskuddet på de offentlige finanser skønnes at stige til 1,9 pct. af BNP i 2024, hvorefter det falder tilbage til 1,5 pct. i 2025.

Finansministeriet skønner, at finanspolitikken med det finanslovsforslag, der blev præsenteret i august, dæmper væksten i 2023 målt ved de etårige finanseffekter. En stor del af stramningen sker, som følge af bortfaldet af midlertidige tiltag, som understøttede økonomien under pandemien, herunder de mange kompensationsordninger. Fraregnet kompensationsordninger er der en mindre stramning målt ved de etårige effekter. Finansministeriet skønner dog samtidig, at der er betydelige eftervirkninger fra de midlertidige tiltag under pandemien, og samlet set øger finanspolitikken stadig kapacitetspresset i økonomien, målt ved de flerårige effekter. Der er betydelig usikkerhed om, hvor store eftervirkningerne fra fx udbetalingen af feriepengene er, og den kraftige tilbagegang i forbruget allerede i 2022 kan indikere, at finanspolitikens bidrag til kapacitetspresset aktuelt er mindre, end de flerårige effekter tilsiger. De følgende år skønner Finansministeriet, at aktivitetsvirkningen af finanspolitikken er neutral for kapacitetspresset målt ved de etårige effekter, og at overskuddet på den strukturelle saldo kommer ned fra 0,4 pct. i 2023 til balance i 2025.

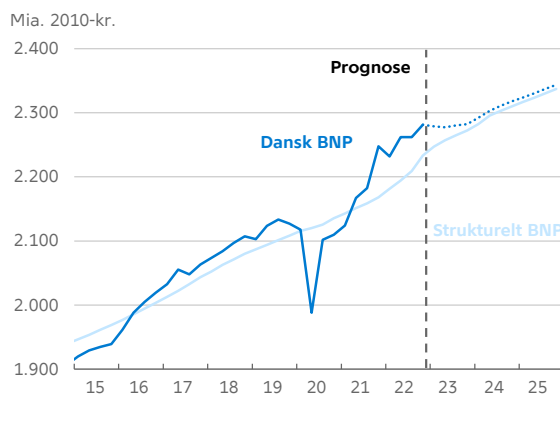
### Tilbagegang på arbejdsmarkedet indtræffer med lidt forsinkelse

Tilbagegangen i aktiviteten ventes også at føre til en vending på arbejdsmarkedet med højere ledighed og lavere beskæftigelse. Der er stadig fremgang i beskæftigelsen til og med december, men fremgangen er gået noget ned i tempo mod slutningen af 2022. Samtidig har der været en lille stigning i ledigheden hen over årsskiftet.

Antallet af jobopslag og virksomhedernes rapporterede mangel på arbejdskraft er faldet en del hen

### Produktionsgabets lukkes ved udgangen af 2023

Figur 9

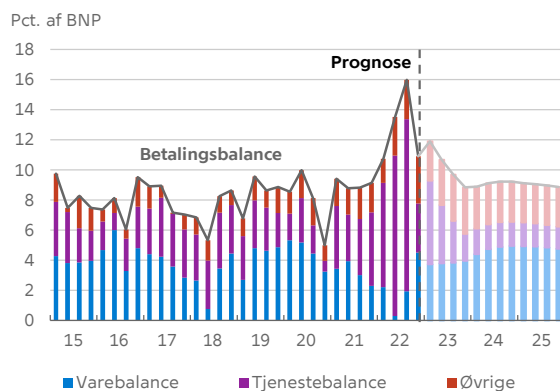


Anm.: Strukturelt BNP afspejler det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres. Strukturelt BNP løftes i slutningen af 2022 og begyndelsen af 2023 særligt af den usædvanlige stigning i produktionen i medicinalindustri.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Overskuddet på søfart mindsker overskuddet på betalingsbalancen

Figur 10



Anm.: Øvrige angiver nettoindtægter fra indkomst og løbende overførsler.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

over vinteren, hvilket tyder på, at fremgangen på arbejdsmarkedet er på vej til at gå yderligere ned i tempo. Antallet af jobopslag er fortsat højt, ligesom virksomhederne fortsat rapporterer om stor mangel på arbejdskraft, og det efterlader nogen usikkerhed om, hvornår vendingen på arbejdsmarkedet indtræffer, og hvor kraftig den bliver. Både i euroområdet og USA er der også fortsat fremgang på arbejdsmarkedet, og mange virksomheder rapporterer om stor mangel på arbejdskraft, se figur 11.

Ændringer i produktionen slår typisk igennem på beskæftigelse med en forsinkelse, og beskæftigelsen forventes at falde i 1. halvår 2023. Produktions- og arbejdsmarkedsgab tyder på, at forsinkelsen er på omkring 2 kvartaler for den samlede økonomi, se figur 12. Beskæftigelsesforventninger i byggeri og industri tegner et billede af et lidt hurtigere gennemslag på omkring 3 måneder.

Vendingen på arbejdsmarkedet ventes at blive moderat, når den indtræffer i løbet af foråret 2023. Beskæftigelsen skønnes at falde med 45.000 personer frem mod udgangen af 2025. Den udvikling indebærer, at timeproduktiviteten i byerhvervene gennem prognoseperioden stiger med omkring 1 pct., hvilket er på linje med den skønnede, potentielle produktivitetsvækst.

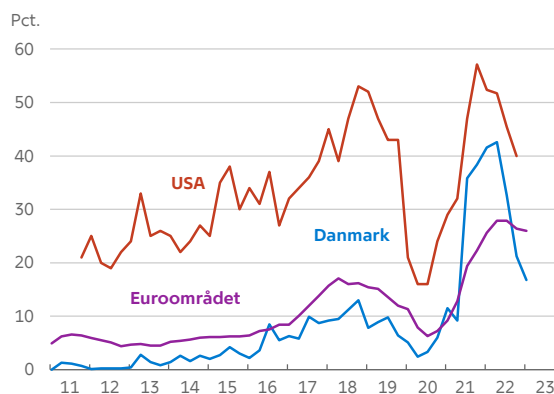
Faldet i beskæftigelsen tager yderligere presset af arbejdsmarkedet. Ledigheden skønnes at stige med omkring 20.000 personer gennem prognoseperioden. Men presset på arbejdsmarkedet vil forblive betydeligt gennem 2023, selvom det meste af produktionsgabet lukkes, se figur 13. Først mod slutningen af 2025 vil ledigheden være omkring 100.000 personer.

### Risikobilledet er knyttet til vedvarende høj inflation

Risikobilledet for dansk og international økonomi er i høj grad knyttet til, om inflationen bider sig fast. Det er afgørende, at centralbankerne bringer inflationen under kontrol, før den høje inflation fører til et skred i inflationsforventningerne. Ellers risikerer det at føre til en løn-pris-spiral, hvor forventninger til den fremtidige løn- og prisudvikling gensidigt forstærker hinanden, se mere i temafsnittet *Inflationsforventningerne er stadig velforankrede*. Den risiko stiger, jo længere tid inflation er høj. Selvom inflationen er på vej ned, er der stadig stor usikkerhed knyttet til udviklingen i energipriser, og risikoen for et skred i inflationsforventningerne er ikke afværget. Høj inflation som følge af et skred i inflationsforventningerne gør det mærk-

### Mange virksomheder i både Danmark og udlandet rapporterer stadig om mangel på arbejdskraft

Figur 11

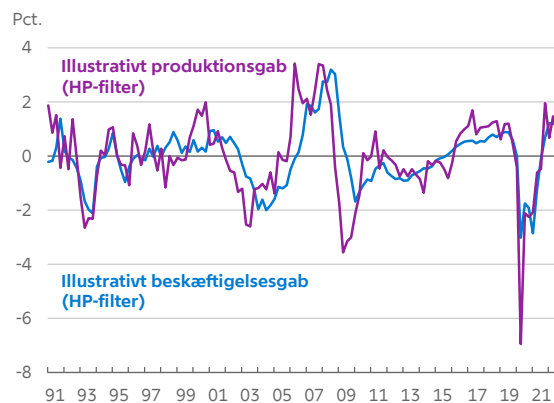


Anm.: Danmark og euroområdet viser andele af virksomheder, der rapporterer om mangel på arbejdskraft i fremstillings- erhverv. USA angiver mangel på arbejdskraft af uddannet arbejdskraft.

Kilde: Danmarks Statistik og Macrobond.

### Beskæftigelsen vender typisk med en forsinkelse på 2 kvartaler i forhold til produktion

Figur 12



Anm.: Gab er beregnet som forskellen mellem faktisk værdi og et illustrativt potentielt niveau estimeret med HP-filer.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

bart mere omkostningsfuldt at nedbringe inflationen via en lavkonjunktur med høj ledighed.

Der er usikkerhed om, hvor hurtigt gennemslaget fra centralbankernes rentestigninger er på aktivitet og inflation, og hvor kraftigt det bliver.

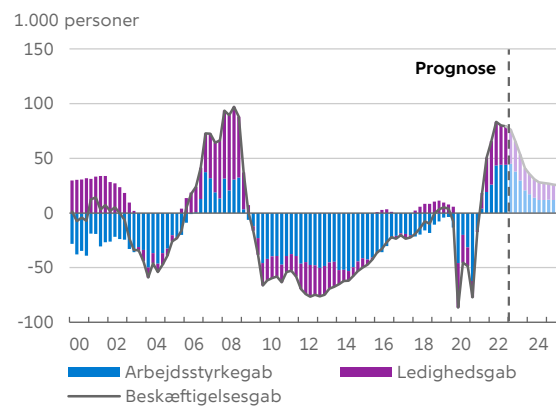
På den ene side er der mulighed for, at gennemslaget af de renteforudsætninger, som ligger til grund for nærværende og internationale prognoser, kommer med større kraft end ventet i løbet af i år, og dermed reducerer væksten i udlandet og herhjemme betydeligt mere end i hovedscenariet for prognosen. Det vil dog også bringe inflationen hurtigere ned.

På den anden side er der også risiko for, at gennemslaget af renteforudsætningerne ikke er tilstrækkeligt til at bringe inflationen under kontrol de kommende år. For eksempel er der i både USA og Europa mange ledige stillinger på nuværende tidspunkt, som kan skærme arbejdsmarkedet mod tilbagegang og hindre, at pris- og lønpresset dæmpes tilstrækkeligt, selvom efterspørgslen dæmpes. Skulle gennemslaget vise sig utilstrækkeligt til at bringe inflationen under kontrol, har centralbankerne vist stor determination med hensyn til at tilpasse pengepolitikken for at opnå deres målsætning. Bedømt ud fra inflationsforventningerne på de finansielle markeder er der tiltro til, at centralbankerne vil få inflationen under kontrol. Hvis det bliver nødvendigt at stramme pengepolitikken mere end aktuelt planlagt, kan det dæmpe aktiviteten i verdensøkonomien mere end forudsat i hovedscenariet for prognosen.

Der er også andre risici i forbindelse med udsigterne for dansk og international økonomi, som ikke knytter sig til en løn-pris-spiral. Hvis inflationen hurtigt bliver bragt under kontrol, og der kommer mere sikkerhed om forsyningsituationen, er der også risici forbundet med, at en styrkelse af købekraften og mindre usikkerhed i husholdningerne fører til en kraftig stigning i det private forbrug. Det er især en risiko i Danmark, hvor forbruget er svækket mest. Styrket købekraft kan på ny øge presset på arbejdsmarkedet og lede til en selvstændig dansk overophedning.

**Beskæftigelsesgab  
 reduceres kraftigt de kommende år**

Figur 13



Anm.: Gab afspejler forskelle mellem det faktiske og det strukturelle niveau, hvor strukturelt niveau afspejler det niveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Øget protektionisme eller omlægning til større grad af selvforsyning motiveret af sikkerhedshensyn kan også svække vækstbilledet i verdensøkonomien. Vedvarende geopolitiske spændinger mellem USA og Kina kan give udslag i flere handels- og investeringsrestriktioner. Det kan føre til fornyede vanskeligheder i internationale forsyningskæder og vil på længere sigt svække produktivitets- og velstandsudviklingen gennem svagere arbejds- og vidensdeling. Forsyningsvanskeligheder kan også opstå på ny, hvis lav vaccinetilslutning i Kina fører til ny opblussen af smitte og nye nedlukninger. Fornyede forsyningsvanskeligheder vil også øge inflationen.

I Kina udgør ejendomssektoren med sin massive gældsætning også en betydelig risiko for den globale økonomi.<sup>15</sup> Risikoen for en krise er ganske vist på kort sigt blevet mindre, efter at de kinesiske myndigheder opfordrede bankerne til at imødekemme de problemramte ejendomsudviklers finansieringsbehov. Men det vil være med til at øge den allerede høje gældsætning og reducerer dermed næppe risikoen for en alvorlig krise på længere sigt.

<sup>15</sup> En dyb krise i den kinesiske ejendomssektor kan reducere globalt BNP med op til 1,3 pct. efter 1 år, se boks 2. Se IMF, Growth spillovers to the rest of the world from a slowdown in China, *IMF Regional Economic Outlook*, oktober 2022.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2022	2023	2024	2025	2022		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP	3,6	0,9	1,2	1,2	1,3	0,0	0,9
Privat forbrug <sup>1</sup>	-2,5	0,2	1,8	1,2	-0,3	-0,7	-0,4
Offentligt forbrug	-2,8	1,2	1,1	1,6	-1,3	-1,8	-0,1
Boliginvesteringer	7,8	-7,7	-4,4	-1,2	0,1	1,1	-2,0
Offentlige investeringer	0,0	2,9	4,5	2,2	1,8	2,8	3,5
Erhvervsinvesteringer	10,8	-6,6	-2,1	0,9	0,0	1,6	19,9
Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>	0,9	-0,4	0,0	0,0	3,2	3,3	3,7
Eksport	7,9	0,4	2,4	2,4	2,5	2,3	-1,8
Industrieksport	7,6	5,1	2,1	1,9	2,3	2,2	3,0
Import	3,8	-3,4	1,9	2,5	2,3	-0,5	0,7
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.164	3.173	3.148	3.141	3.157	3.170	3.183
Ledighed, brutto, 1.000 personer	76	88	97	100	74	77	78
Betalingsbalance, pct. af BNP	12,8	10,3	9,1	9,0	13,5	16,0	10,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	1,5	1,5	1,9	1,5	1,4	1,2	2,8
Huspriser <sup>3</sup> , pct. år-år	-0,4	-9,4	-0,3	2,9	2,4	-1,8	-7,0
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	8,5	4,0	3,6	3,0	8,2	10,2	10,2
Timeløn <sup>4</sup> (fremstilling), pct. år-år	3,5	4,7	5,3	3,9	3,2	3,3	3,7

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

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

# Inflationen er på vej ned

Verdensøkonomien er fortsat præget af store forskydninger mellem udbud og efterspørgsel, som i flere vestlige lande har ført til en meget høj inflation langt over de store centralbankers målsætning, se figur 14. Det er især kombinationen af coronapandemien, Ruslands invasion af Ukraine og de kraftige økonomisk-politiske reaktioner, som siden 2021 har skabt en situation, hvor den globale produk-

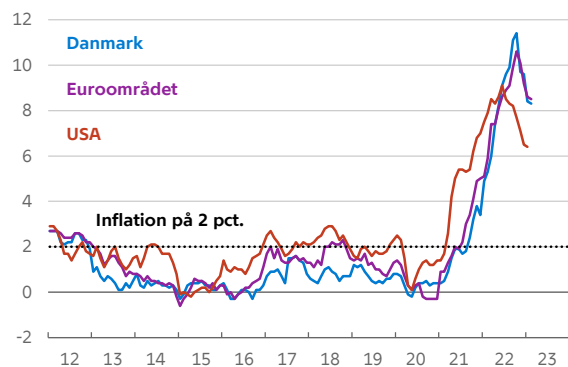
tion af varer og tjenester ikke er tilstrækkelig til at imødekomme stigningen i efterspørgslen. Den høje inflation er i høj grad et internationalt fænomen, som kendetegnes ved, at bl.a. en stærk amerikansk efterspørgsel efter internationalt handlede varer understøttet af tidligere finanspolitiske stimuli også har afsmittende effekter på priserne på tværs af de øvrige avancerede økonomier.

Forbrugerprisstigninger har toppet, men kerneinflationen er stadig høj

Figur 14

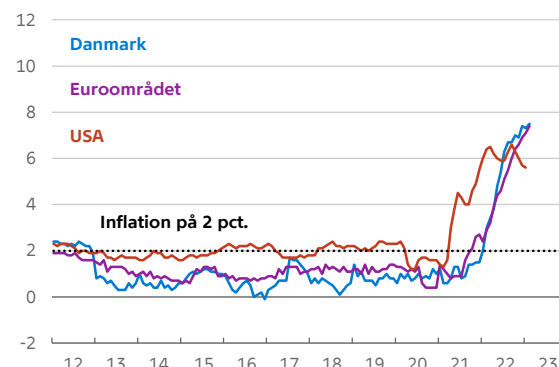
## Inflation

Pct., år-år



## Kerneinflation

Pct., år-år



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

Kilde: Macrobond.

Herhjemme og i resten af Europa hænger de store stigninger i forbrugerpriserne sammen med et massivt energistød, som har spredt sig igennem prisdannelsen i hele økonomien. De store udsving i energipriserne skyldes især et reduceret energiudbud efter den russiske invasion af Ukraine, men energipriserne steg allerede før krigen, bl.a. fordi den kraftige økonomiske genopretning i kølvandet på pandemien øgede efterspørgslen efter energiprodukter.<sup>16</sup>

Der er tegn på, at den ekstraordinært høje inflation er på vej ned, da flere af de hidtidige drivkræfter bag forbrugerprisstigningerne er bøjet af hen over vinteren: For det første er energipriserne faldet fra et meget højt niveau, i takt med at der er kommet lidt mere sikkerhed om forsyningssituationen i Europa frem mod næste vinter, og energiforbruget er faldet. For det andet mindsker lavere prisstigninger tidligt i produktionsleddet og færre forstyrrelser af globale forsyningskæder isoleret set prispresset i de vareproducerende erhverv. Endelig bidrager en strammere global pengepolitik og faldet i husholdningernes købekraft til at dæmpe efterspørgslen på tværs af lande. Den igangværende vækstafmatning ventes således gradvist at mindske stigningerne i forbrugerpriserne med en vis forsinkelse. Ikke desto mindre vil den danske kerneinflation være vedvarende høj de kommende år som følge af udsigten til de højeste aftalte lønstigninger i flere årtier.

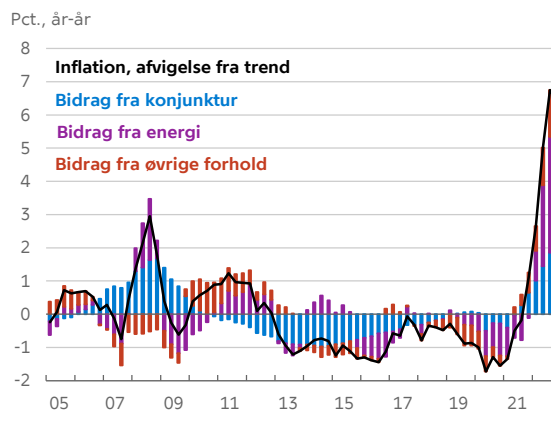
### Dansk inflation drives i overvejende grad af udenlandske faktorer, men forstærkes af indenlandsk kapacitetspres

Danmark er en lille åben økonomi, hvor prisudviklingen i høj grad påvirkes af globale forhold, bl.a. fordi forbrugerpriserne på energi og fødevarer afhænger af udbuds- og efterspørgselsforhold på verdensmarkedet. Danske virksomheder handler desuden meget med udlandet, og derfor spiller prisen på importerede varer og tjenester en stor rolle for prisdannelsen.

Selvom den høje inflation i Danmark i høj grad kommer udefra, har det kraftige indenlandske kapacitetspres

### Energipriser og højkonjunktur øger danske forbrugerpriser

Figur 15



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 trend-cyklus-model, 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.

tetspres i 2022 også skubbet på forbrugerpriserne. Modelberegninger peger fx på, at konjunkturpresset i dansk økonomi målt ved produktionsgab, dvs. forskellen mellem den faktiske og den potentielle produktion, løftede forbrugerprisstigningerne med ca. 2 procentpoint over deres trend i 4. kvartal 2022, se figur 15.

Flere forskellige indikatorer giver dog samlet set indtrykket af, at den høje danske inflation især er drevet af globale forhold.<sup>17</sup> Konkret peger modelberegninger på, at indirekte priseffekter fra energi aktuelt øger den høje kerneinflation i Danmark markant, se boks 3. Endvidere har lønstigningerne indtil videre været moderate, og de uændrede profitmarginier i private byerhverv ekskl. forsyning og transport taler for, at den høje inflation ikke er drevet af en særskilt forøgelse af danske virksomheders avancer. De om-

16 For en nærmere diskussion af årsagerne til den stigende globale inflation i 2021-2022, se Thomas Harr og Morten Spange, Inflation - hvorfor steg den, og hvad kommer til at drive den fremadrettet?, Danmarks Nationalbank Economic Memo, nr. 3, februar 2023.

17 Nationalbanken har tidligere vurderet, at afsmittende effekter fra den globale inflationscyklus løftede dansk inflation med ca. 6 procentpoint i juli 2022, mens ca. 1 procentpoint ikke kunne forklares ud fra global inflation, se boks 1, "Den globale inflationscyklus og det kraftige indenlandske kapacitetspres øger forbrugerpriserne i Danmark" i Danmarks Nationalbank, Presset i økonomien bør dæmpes, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 11, september 2022.

trent uændrede avancer trods øgede omkostninger til bl.a. energi tyder dog samtidig på, at det kraftige efterspørgselspres i dansk økonomi i 2022 også har skubbet på virksomhedernes salgspriser. Endelig er Nationalbankens opgørelse af den indenlandske markedsbestemte inflation, IMI, dvs. den del af prisudviklingen, som afspejler udsving i lønninger og virksomhedernes avancer, stadig begrænset i forhold til de generelle forbrugerprisstigninger, se boks 4.

Globale og indenlandske forhold påvirker forbrugerpriserne i et samspil med hinanden, og det er i praksis vanskeligt at adskille deres bidrag nøjagtigt. Det er muligt, at den danske konjunktursituation yderligere forstærker den påvirkning på priserne, der i udgangspunktet kommer udefra. Der er i Danmark i lighed med vores nærmeste nabolande udsigt til de højeste aftalte lønstigninger i flere årtier. Kapacitetspresset i dansk økonomi og øvrige indenlandske faktorer såsom lønudviklingen spiller derfor stadig en afgørende rolle for, om inflationen bider sig fast, selvom den i første omgang kommer udefra.

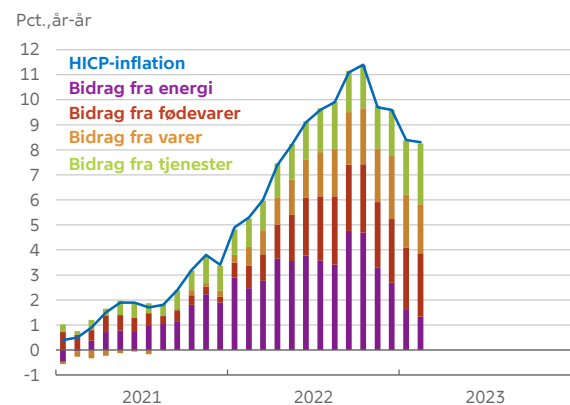
### Høje energipriser påvirker alle dele af forbrugerpriserne i Danmark

Inflationen i Danmark målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, er bøjet af siden efteråret på grund af aftagende energiprisstigninger og lå i februar på 8,3 pct. år-år, se figur 16. De høje forbrugerprisstigninger dækker over store prisstigninger på tværs af alle dele af forbrugerprisindekset, bl.a. understøttet af indirekte prisseffekter fra øgede energiomkostninger og ophobet efterspørgsel.<sup>18</sup> Særligt fødevarerinflationen er høj på ca. 15 pct. år-år i februar, bl.a. fordi der er et stort prispres i producentledet, som stadig er ved at blive væltet over på forbrugerne.

Kerneinflationen, dvs. forbrugerpriserne ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er fortsat meget høj og steg 7,5 pct. år-år i februar. Ud over direkte prisstigninger på energiprodukter påvirker de høje energipriser også forbrugerpriserne indirekte ved at øge produktionsomkostningerne på andre forbrugs-

Alle dele af forbrugerpriserne bidrager til høj dansk inflation

Figur 16



Anm.: Fødevarer dækker over fødevarer, alkohol og tobak, mens varer er ikke-energivarer.  
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

goder. Det indebærer, at kerneinflationen med en vis forsinkelse også påvirkes af høje energipriser, selvom den opgøres uden egentlige energiprodukter. De forbrugerpriser, som traditionelt afhænger af energipriserne, stiger aktuelt kraftigere end priserne på øvrige varer og tjenester. For eksempel steg den olieprisfølsomme del af kerneinflationen knap 11 pct. år-år i februar, hvilket er højere end den danske kerneinflation som helhed.<sup>19</sup> Det understøtter indtrykket af, at høje energipriser i øjeblikket påvirker alle dele af forbrugerpriserne.

### Energipriserne er aftaget siden efteråret og skubber nu mindre på inflationen

De europæiske energimarkeder præges af kraftigt forhøjede og meget svingende priser relateret til krigen i Ukraine, se figur 17. Priserne på energiråvarerne olie, gas og el er generelt faldet markant siden toppen sidste efterår, efterhånden som der kom mere sikkerhed om forsyningsituationen i Europa over vinteren. Faldet skyldes bl.a., at mildt vejr og energibesparelser har dæmpet energiforbruget i EU, som var ca. 15 pct. lavere i 4. kvartal 2022 end

18 Skatteændringer reducerede HICP-inflationen med 0,9 procentpoint i februar 2023 målt som forskellen mellem HICP-inflationen med og uden skatteændringer, bl.a. på grund af lavere elafgifter.

19 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 Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj, Faldende olie- og forbrugerpriser, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt 1. kvartal 2015, marts 2015.

gennemsnittet på samme tidspunkt i årene 2011-19. På udbudssiden har tilstrømningen af bl.a. LNG-gas bidraget til at erstatte den tidligere gasimport fra Rusland med andre energikilder.

Høje energipriser er stadig en væsentlig årsag til inflationen herhjemme og i Europa, mens de spiller en noget mindre rolle som drivkraft bag den amerikanske inflation. Siden efteråret er årsstigningstakten i de danske forbrugerpriser på energi dog faldet mærkbart, og energi skubber nu mindre direkte på inflationen end tidligere, se figur 18.

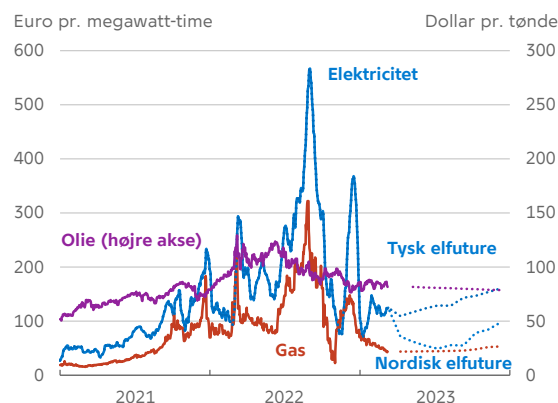
Herhjemme blev elafgiften som en del af vinterhjælpepakken midlertidigt sænket pr. 1. januar 2023 og frem til 1. juli, hvilket har reduceret forbrugerpriserne på energi yderligere fra årsskiftet, se figur 19.<sup>20</sup> Afgiftsnedsettelsen skønnes at reducere den samlede HICP-inflation med 0,4 procentpoint i 2023, mens den efterfølgende tilbagerulning modsat giver en tilsvarende forøgelse af inflationen på 0,4 procentpoint i 2024, dvs. at tiltaget flytter prisstigninger ud i fremtiden og øger elforbruget i mellemtiden.

I euroområdet er der gennemført omfattende prisforvridende finanspolitiske tiltag til at kompensere husholdninger og virksomheder for høje energipriser. Brugen af subsidier og afgiftsnedsettelser understøtter forbruget af energi og øger dermed markedspriserne på de berørte regionale markeder for bl.a. el og gas.

Udsigterne for energipriserne er forbundet med stor usikkerhed, hvilket giver en risiko for, at inflationen bliver kraftigere end forudsat i prognosens hovedscenarie. Usikkerhedsfaktorerne knytter sig bl.a. til, at energipriserne kan blive højere end ventet på grund af forsyningsproblemer afledt af krigen i Ukraine, ugunstige vejrforhold, eller at de omfattende prisforvridende subsidier i euroområdet modgår den nødvendige tilpasning af energiforbruget og skubber på energiråvarepriserne. Desuden er de europæiske gaspriser blevet mere følsomme over for den globale energiefterspørgsel, i takt med at tilstrømningen af LNG-gas har erstattet importen af russisk gas, hvis pris i højere grad var bestemt af regionale

Råvarepriserne på energi er faldet siden efteråret

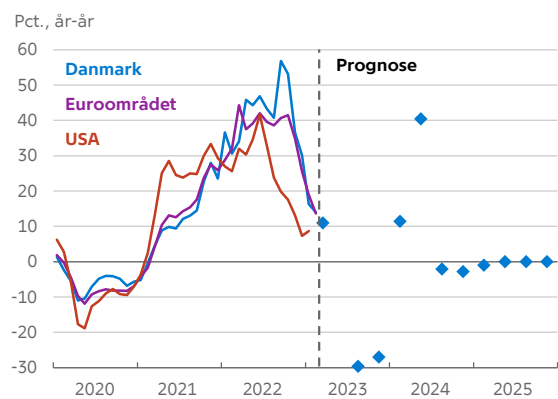
Figur 17



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.

Forbrugerprisstigninger på energi ventes at falde yderligere

Figur 18



Anm.: Figuren viser HICP-energiinflationen for Danmark og euroområdet inkl. Nationalbankens prognose for Danmark. For USA vises CPI-energiinflationen.  
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

<sup>20</sup> Se Finansministeriet, *Regeringen indgår bred aftale om vinterhjælp for at afbøde de stigende energiregninger*, pressemeddelelse, 29. september 2022.



markedsforhold.<sup>21</sup> Det indebærer en risiko for, at fx Kinas genåbning skubber på energiefterspørgslen og skaber nyt opadgående pres på gaspriserne i Europa.

I prognosen tages udgangspunkt i futurespriserne på energiråvarer, som indikerer, at priserne på olie, el og gas omtrent forbliver på det nuværende niveau frem mod næste vinter.<sup>22</sup> Forudsætningerne indebærer, at årsstigningstakten i forbrugerpriserne på energi bliver kraftig negativ ved udgangen af 2023 som følge af markedsforventningen om lavere energiråvarepriser i forhold til 2022 og basiseffekter, dvs. energiinflationen falder mekanisk, da de relativt lave priser fra 2021 ikke længere indgår i årsstigningstakten. I 2024 øges energiinflationen igen, bl.a. fordi den midlertidige reduktion af elafgiften udfases.

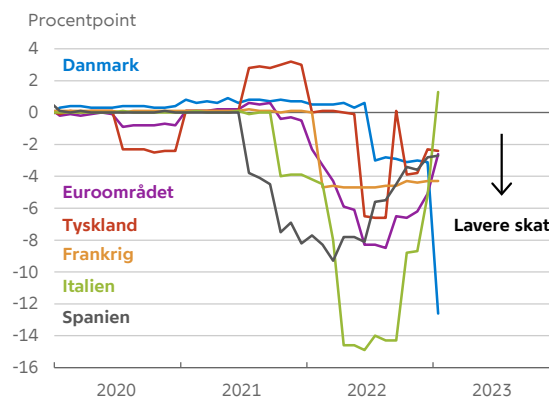
Den store usikkerhed om energiforsyningen har det seneste år givet markante udsving i markedets forventninger til de fremtidige energiråvarepriser. Derfor har den præcise dato for afslutningen af talgrundlaget bag en prognose for tiden stor betydning for inflationsskønnet. For eksempel viser en følsomhedsberegning, at Nationalbankens skøn for inflationen i Danmark ville være 6,4 pct. i 2023 i stedet for 4,0 pct., hvis det var baseret på markedets forventninger til energiråvarepriserne i september 2022 i stedet for ved afslutningen af talgrundlaget for denne prognose, se figur 20.

### Virksomhederne har væltet mange af de øgede omkostninger over på forbrugerne

Virksomhedernes profitmarginer spiller en afgørende rolle for den indenlandske prisdannelse og giver et indtryk af, om øgede omkostninger til fx energi er slået fuldt igennem på forbrugerpriserne. Højere produktionsomkostninger vil i første omgang føre til et fald i profitmarginerne, hvis virksomhederne ikke hurtigt hæver salgspriserne tilsvarende. Et fald i profitmarginerne kan derfor være et tegn på, at

### Lavere elafgift reducerer isoleret set energipriserne i Danmark

Figur 19

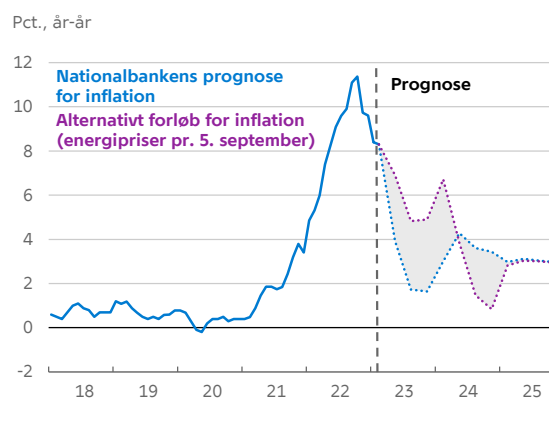


Anm.: Bidraget er beregnet som forskellen mellem den faktiske HICP-energiinflation og energiinflationen opgjort med konstante skatter.

Kilde: Macrobond.

### Følsomhedsberegning viser, at udsving i energipriser har en stor påvirkning på inflationsprognosen

Figur 20



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

Kilde: Egne beregninger.

21 Se Jakob Feveile Adolfsen mfl., Global risks to the EU natural gas market, *ECB Bulletin*, nr. 1, februar 2023.

22 I prognosen er der benyttet et gennemsnit af tyske og nordiske futurespriser på el frem for udelukkende at tage udgangspunkt i de nordiske som i Nationalbankens prognose fra september 2022. Metodeændringen skal ses i sammenhæng med, at de høje energipriser over det seneste år har øget fragmenteringen af energimarkederne og givet relativt store lokale prisforskelle på tværs af Europa. Information fra en bredere vifte af elmarkeder vurderes derfor at være mere retvisende for den fremtidige udvikling i de danske forbrugerpriser på el end fra blot et enkelt marked.

de indirekte priseffekter fra energi og øvrige omkostninger endnu ikke er slået fuldt igennem til forbrugerpriserne. Enhedsprofitten, dvs. overskuddet i forhold til bruttoværditilvæksten i mængder, i de private byerhverv ekskl. transport og forsyning er imidlertid omtrent uændret over det seneste år trods omkostningspresset, se figur 21. Det indikerer, at virksomhederne i vid udstrækning allerede har væltet en betydelig del af de øgede omkostninger over på deres salgspriser, omend der er forskelle på tværs af brancher, og der kan forekomme efterfølgende revisioner af det kvartalsvise nationalregnskab, som beregningen er baseret på.<sup>23</sup> Uafhængigt af udviklingen i omkostningerne presses priserne på varer og tjenester normalt op, når der er mangel på dem. Det indebærer, at det høje efterspørgselspres i dansk økonomi i 2022 givetvis også særskilt har understøttet virksomhedernes profitmarginer i dele af økonomien.

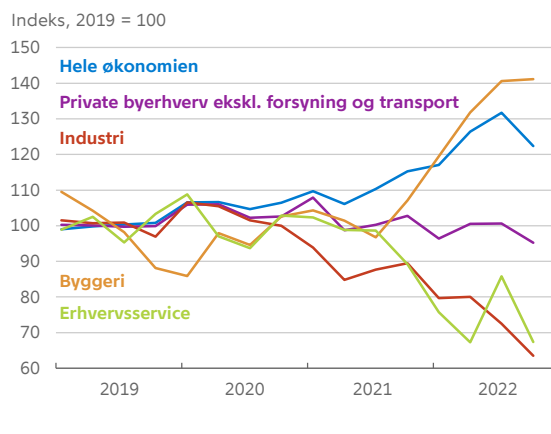
Udviklingen i enhedsprofitterne tyder på, at de ekstraordinært høje energipriser har fremkaldt et hurtigt og kraftigt gennemslag fra de stigende omkostninger til virksomhedernes salgspriser, muligvis fordi den stærke efterspørgsel i kølvandet på pandemien samtidig skabte et miljø, der gjorde det lettere for virksomheder at vælte højere omkostninger over på forbrugerne. Det er derfor prognosens hovedscenarie, at de aktuelt høje indirekte priseffekter på kerneinflationen aftager over tid og dermed bidrager til at dæmpe det underliggende prispress i økonomien.

### Pengepolitiske stramninger mindsker inflationen over tid

Ud over prisfaldene på energi vil også centralbankernes renteforhøjelser verden over trække inflationen ned. Der er dog nogen usikkerhed om, hvornår rentestigningerne slår igennem på aktiviteten og inflationen, og hvor kraftigt gennemslaget bliver. En modelberegning peger på, at uventede rentestigninger fra ECB, dvs. stigninger ud over markedets forventninger, som resulterer i en stigning i den danske

### Enhedsprofit er omtrent uændret i private byerhverv trods omkostningspres

Figur 21



Anm.: Enhedsprofit er defineret som bruttooverskuddet fra nationalregnskabet i forhold til BVT i mængder. Figuren viser udvalgte brancher, dvs. at de ikke summerer til hele økonomien.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

12-måneders pengemarkedsrente på 1 procentpoint, normalt dæmper forbrugerpriserne med godt 1 pct. efter 1 år, se figur 22.<sup>24</sup> Det estimerede fald i inflationen skyldes, at strammere pengepolitik i første omgang påvirker energipriserne, som typisk reagerer hurtigt, hvorefter de øvrige forbrugerpriser gradvist dæmpes, i takt med at aktiviteten aftager. Desuden vil en strammere pengepolitik føre til en styrkelse af den effektive kronekurs, hvilket dæmper prisen på importerede varer og dermed forbrugerpriserne.

Samlet set taler resultaterne af modelberegningen for, at pengepolitiske stramninger er effektive til at bekæmpe for høj inflation og understøtter forventningen om, at de aktuelle stigninger i forbrugerpriserne bøjer af de kommende år. Denne forventning skyldes bl.a., at de pengepolitiske stramninger ver-

23 Foruden nationalregnskabets opgørelse understøtter regnskaberne fra danske aktieselskaber indtrykket af en robust indtjening blandt virksomheder trods det stigende omkostningspres, se Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.

24 Andre nylige studier finder en lidt mindre effekt af pengepolitiske stød på inflationen i udlandet. For eksempel vurderer ECB, at en stigning i den pengepolitiske rente på 1 procentpoint i euroområdet dæmper inflationen med op til 0,4 procentpoint efter et år, se ECB, Phillip Lane, *The euro area hiking cycle: an interim assessment*, tale, 16. februar 2023. I Storbritannien er der ligeledes tegn på, at en stigning i den pengepolitiske rente på 1 procentpoint mindsker inflationen med ca. 0,3 procentpoint efter et år, se Bank of England, Cathrine Mann, *Expectations, lags and the transmission of monetary policy*, tale, 23. februar 2023.

den over dæmper den økonomiske vækst i Danmark betydeligt.<sup>25</sup>

### Udsigt til lavere inflation de kommende år, men kerneinflationen forbliver høj

Det gradvise gennemslag på forbrugerpriserne fra strammere pengepolitik dæmper sammen med lavere energi- og fødevarerprisstigninger inflationen over de kommende år, se figur 23. Konkret skønnes den danske inflation i prognosen at blive 4,0 pct. i 2023 og 3,6 pct. i 2024, hvorefter den aftager til 3,0 pct. i 2025.

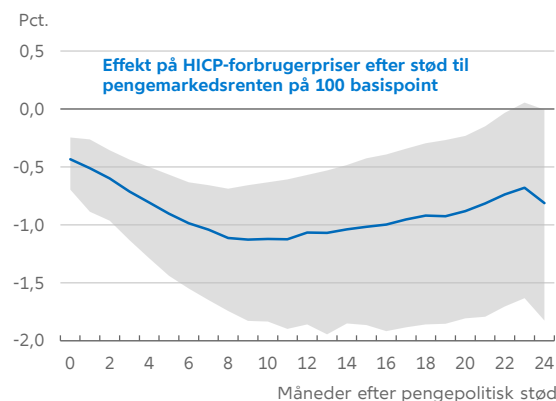
Kerneinflationen vil stadig være høj i prognoseperioden og løftes især af udsigten til høje lønstigninger. Det vil sige, at drivkræfterne bag stigningerne i forbrugerpriserne i et vist omfang skifter fra globale til indenlandske faktorer. Ikke desto mindre ventes den danske kerneinflation i prognosen at aftage gradvist fra det meget høje udgangspunkt til 6,2 pct. i 2023, 4,3 pct. i 2024 og 3,1 pct. i 2025. Det forventede fald i kerneinflationen skyldes flere faktorer: For det første aftager de indirekte prisen-effekter, i takt med at de høje energipriser stabiliserer sig, og virksomheder får væltet de øgede omkostninger over på forbrugerne. For det andet bidrager strammere global pengepolitik og faldet i husholdningernes købekraft til at dæmpe efterspørgslen, hvilket over tid også mindsker det underliggende prispres. For det tredje dæmpes kerneinflationen også af lavere prisstigninger i producentledet, mindre pres på forsyningskæder og bortfaldet af genåbningseffekter på nogle tjenestepreiser efter coronapandemien. Endelig bygger det aftagende prispres i 2023-24 på en forudsætning om, at der i prognosen ikke er udsigt til en egentlig løn-pris-spiral i Danmark, da inflationsforventningerne ligesom i euroområdet ventes at forblive velforankrede.<sup>26</sup>

25 Se boks 3, "Makroøkonomiske modeller bidrager til vurderingen af effekterne af strammere finansielle forhold på dansk økonomi", i Danmarks Nationalbank, Pengepolitik vil afkøle økonomien betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2023.

26 For en generel diskussion af de fremadrettede drivkræfter bag inflationen på tværs af Danmark, euroområdet og USA, se Thomas Harr og Morten Spange, Inflation - hvorfor steg den, og hvad kommer til at drive den fremadrettet? *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 3, februar 2023.

### Strammere pengepolitik dæmper inflationen i Danmark

Figur 22

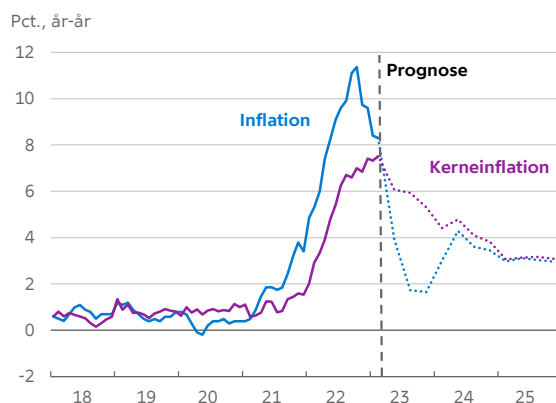


Anm.: Det grå område angiver et 95-pct.s konfidensinterval. Effekten af det pengepolitiske stød til renten er estimeret med en bayesiansk local projection model for HICP-forbrugerpriser, industriproduktion, energipriser, ledighed og den danske 1-årige T/N-rente i perioden 2002-21. Det pengepolitiske stød er identificeret ved brug af højfrekvent information om markedsdeltagernes reaktion efter rentemøder i ECB og fraregner simultane effekter fra ny kommunikation om de økonomiske udsigter, dvs. at figuren viser effekten af uventede rentestigninger. For en tilsvarende fremgangsmåde, se Giovanni Ricco mfl., The Transmission of Monetary Policy Shocks, *American Economic Journal: Macroeconomics*, juli 2021.

Kilde: Egne beregninger.

### Inflationen kommer ned i 2023-24

Figur 23



Anm.: Kerneinflation er HICP-indekset ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

### Nationalbanken forventer, at inflationen i Danmark falder lidt hurtigere end i euroområdet

Ligesom i Danmark er der i euroområdet udsigt til lavere stigninger i forbrugerpriserne ifølge de seneste internationale prognoser. Europa-Kommissionen skønner fx i sin vinterprognose, som er baseret på information frem til 1. februar 2023, at inflationen i euroområdet falder fra 8,4 pct. i 2022 til 5,6 pct. i 2023 og 2,5 pct. i 2024. Det forventede fald i inflationen understøttes ifølge Europa-Kommissionen bl.a. af lavere priser på energiråvarer, aftagende producentpriser, strammere finansielle forhold og basiseffekter, som giver et mekanisk fald i årsstigningstakten i forbrugerpriserne.

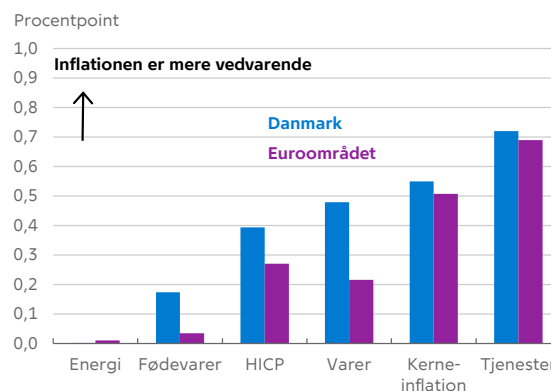
Sammenlignet med Europa-Kommissionens prognose for euroområdet forventer Nationalbanken, at den danske inflation falder hurtigere i 2023. Det afspejler bl.a., at Nationalbankens prognose er baseret på data for futurespriser på energi frem til midten af marts, som peger på lavere fremtidige energiråvarepriser end i Europa-Kommissionens prognose. Endvidere reducerer nedsættelsen af elafgiften mekanisk årsstigningstakten i de danske forbrugerpriser, hvilket også bidrager til et hurtigere fald i inflationen i 1. halvår 2023 i forhold til euroområdet. Forskellen i profilen for inflationsprognoserne skal desuden ses i sammenhæng med, at gennemslaget fra tidligere stigninger på energiråvarepriser til forbrugerpriserne ifølge Europa-Kommissionen endnu ikke er slået fuldt igennem i euroområdet, mens gennemslaget er sket forholdsvis hurtigt i Danmark. Endelig er der i euroområdet gennemført flere midlertidige tiltag end i Danmark til støtte af husholdningers energiforbrug, hvis tilbagerulning opvejer noget af faldet i priserne på energiråvarer.

### Moderat dansk inflationspersistens taler for, at høje forbrugerprisstigninger ikke varer ved

Den hastighed, som den høje inflation kan forventes at aftage med, afhænger bl.a. af, om de nuvæ-

### Stigninger i forbrugerpriser på tjenester er mere vedvarende end på energi

Figur 24



Anm.: Figuren viser elasticiteten mellem inflationen opgjort med konstante skatter og sidste års inflation estimeret via en AR(1)-model for perioden 2001-21. HICP er den samlede HICP-inflation. En koefficient på 1 svarer til fuld inflationspersistens, hvor et stød til inflationen får vedvarende effekter.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

rende forbrugerprisstigninger bider sig fast eller ej. Omfanget af inflationspersistens i Danmark og euroområdet har traditionelt været relativt moderat, dvs. at forbrugerprisstigninger ofte ikke er specielt vedvarende og forholdsvis hurtigt vender tilbage til situationen før en prisstigning. Modsat vil persistent inflation have en tendens til at forblive konstant i fraværet af et nyt økonomisk stød, som flytter inflationen væk fra det nuværende niveau.

Modelberegninger peger på, at en stigning i den danske HICP-inflation på 1 procentpoint allerede er aftaget til ca. 0,4 procentpoint året efter, se figur 24.<sup>27</sup> Det estimerede omfang af inflationspersistens er en smule mindre i euroområdet end i Danmark, men der er ikke statistisk signifikante forskelle på de

27 Metoden til at estimere omfanget af inflationspersistens er bl.a. inspireret af Bank of England, Ben Broadbent, *Lags, trade-offs and the challenges facing monetary policy*, tale, 6. december 2021.

to resultater.<sup>28</sup> Den forholdsvis moderate inflationspersistens skyldes bl.a., at et troværdigt pengepolitisk regime som ECB's i euroområdet og den danske fastkurspolitik sikrer, at udsving i priserne ikke bliver vedvarende.

Som udgangspunkt taler den moderate inflationspersistens for, at den høje inflation falder gradvist tilbage, omend det kan være vanskeligt at drage konklusioner baseret på historiske perioder med lav inflation direkte til den nuværende periode med høje prisstigninger. For eksempel er der på tværs af en række avancerede økonomier tegn på, at inflationspersistensen tidligere var større i perioder med høj inflation.<sup>29</sup>

Forbrugerprisstigninger på tjenester er mere vedvarende end på energi og fødevarer, bl.a. fordi lønninger udgør en større andel af omkostningerne i tjenestehvervene og typisk ændrer sig langsommere end priser på øvrige produktionsinput. Det taler for, at prisstigningerne på fx energi og fødevarer kan falde forholdsvis hurtigt, mens det kan tage længere tid at bringe den øvrige inflation helt ned.

---

28 Studier har tidligere fundet forskelle i omfanget af inflationspersistens på tværs af europæiske lande, se Filippo Altissimo mfl., Inflation persistence and price-setting in the euro area, *ECB Occasional Paper*, nr. 46, juni 2006. Foruden statistisk usikkerhed kan forskelle bl.a. skyldes, at persistente priser, fx kerneinflationen, vægter mere i HICP-indekset i nogle lande end mindre persistente priser, fx energi. Desuden har forskelle i markedsstrukturer, hyppighed af prisjusteringer og brug af henholdsvis administrerede priser og markedsbestemte priser potentielt også betydning for omfanget af inflationspersistens. I Danmark vægter kerneinflationen og antallet af administrerede priser begge mere i HICP-indekset end i euroområdet, hvilket isoleret set kan øge inflationspersistensen lidt.

29 Se Bank for International Settlements, Inflation: a look under the hood, *BIS Annual Economic Report*, 26. juni 2022.

## Indirekte priseffekter fra energi er en afgørende drivkraft bag den høje kerneinflation

Boks 3

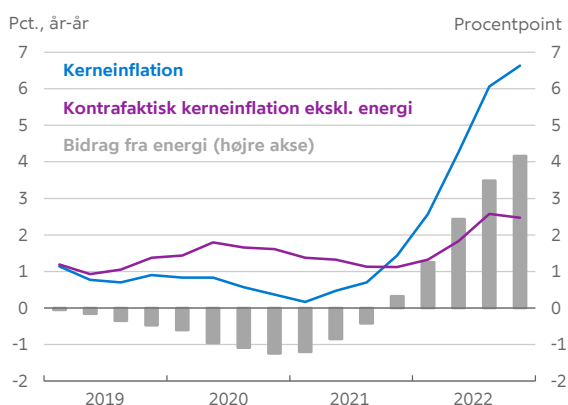
Kraftige prisstigninger på energi påvirker forbrugerpriserne både direkte gennem højere priser på energiprodukter og indirekte gennem højere omkostninger hos virksomhederne, som løfter forbrugerpriserne på øvrige varer og tjenester, i takt med at de væltes over på forbrugerne. Det præcise omfang af de indirekte energipriseffekter er vanskeligt at fastlægge, da virksomhedernes prisbeslutninger afhænger af en lang række faktorer ud over deres omkostninger til energi.

For at få en indikation af størrelsen af de indirekte priseffekter foretages ved hjælp af en estimeret Phillips-kurve en kontrafaktisk beregning af udviklingen i kerneinflationen i et scenarie uden de ekstraordinært store energiprisstigninger. Resultaterne peger på, at indirekte energipriseffekter udgjorde ca. 4 procentpoint af den samlede danske kerneinflation opgjort med konstante skatter på 6,6 pct. i 4. kvartal. 2022, se figur A. Energi er dermed en vigtig drivkraft bag den høje kerneinflation i Danmark. I euroområdet viser tilsvarende beregninger, at de indirekte priseffekter fra energi har tilføjet 2,4 procentpoint til den samlede kerneinflation på 6,5 pct. i 4. kvartal 2022, se figur B.<sup>1</sup> Den højere estimerede effekt i Danmark i forhold til euroområdet kan skyldes, at de danske energiprisstigninger indtil videre har været kraftigere end i euroområdet, bl.a. på grund af et hurtigere gennemslag fra energiråvarepriser til slutpriser og færre politiske tiltag til at afbøde de høje energipriser. Derudover er det estimerede gennemslag på kerneinflatio-

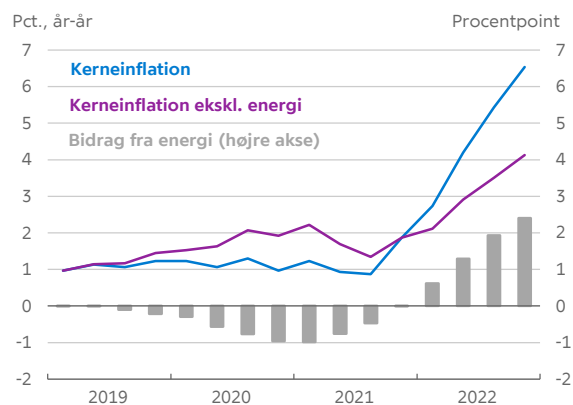
nen for en given energiprisstigning også større i Danmark end i euroområdet. Det er muligvis et resultat af, at øgede energiomkostninger væltes hurtigere over på forbrugerne, når kapacitetspresset er så kraftigt, som det var i dansk økonomi i 2022.

De ekstraordinært høje energipriser har givetvis fremkaldt et hurtigere og stærkere gennemslag fra omkostningspresset til den indenlandske inflation end tidligere. Denne formodning understøttes bl.a. af, at sammenhængen mellem energipriser og den danske kerneinflation falder noget, hvis modellen i stedet kun estimeres på data før krigen i Ukraine. Derudover påvirker store energistød muligvis kerneinflationen forholdsmæssigt mere end små stød, dvs. at de indirekte priseffekter fra energi kan være lidt større end beregnet, hvis gennemslaget fra energi ikke er proportionalt som forudsat, men i stedet stiger ved høje energiprisstigninger.<sup>2</sup> Det er dermed sandsynligt, at de aktuelt høje indirekte priseffekter på kerneinflationen aftager over tid. Hastigheden, hvormed det sker, er dog forbundet med nogen usikkerhed og afhænger bl.a. af, hvor mange af de øgede energiomkostninger virksomhederne allerede har væltet over på forbrugerne på nuværende tidspunkt. Desuden kan det tænkes, at der er en asymmetri i de indirekte priseffekter på grund af træghed i pristilpasningen, dvs. at energiprisstigninger øger kerneinflationen, men at energiprisfald ikke nødvendigvis mindsker den tilsvarende.

**Figur A**  
**Modelberegning viser, at energi indirekte øger kerneinflationen i Danmark betydeligt**



**Figur B**  
**I euroområdet er de indirekte priseffekter fra energi indtil videre lidt mindre end i Danmark**



Anm.: Kerneinflation er HICP-inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer opgjort med konstante skatter. Beregningen er baseret på en Phillips-kurve estimeret på data fra 2001-22, hvor årsstigningstakten i kerneinflationen forklares ud fra sit eget lag, ledighedsgab (henholdsvis Nationalbankens for Danmark og den HP-filtrede ledighed for euroområdet) samt HICP-energiinflationen. Bidraget til kerneinflationen fra energi er beregnet som forskellen mellem modellens prædikterede kerneinflation og en kontrafaktisk simulation af kerneinflationen ud fra et alternativt forløb med energiprisstigninger på linje med deres historiske gennemsnit.

Kilde: Macrobond, Eurostat og egne beregninger.

- Den italienske centralbank finder, at indirekte priseffekter fra energi forklarer 2,3 procentpoint af inflationen i euroområdet i december 2022, se Banco d'Italia, The pass-through of energy prices to consumer price inflation in Italy and the euro area, *Economic Bulletin*, januar 2023.
- En alternativ model viser, at energiinflationen i anden også har en signifikant positiv effekt på kerneinflationen, dvs. at store energiprisstigninger alt andet lige slår kraftigere igennem på kerneinflationen. Set over hele estimationsperioden er der dog ikke tydelige tegn i de gængse mål for modelfit, fx  $R^2$ , på, at den alternative model er bedre end den i figur A.

## Indenlandsk markedsbestemt inflation tyder på, at dansk inflation i overvejende grad kommer udefra

Boks 4

Prisdannelsen i en lille åben økonomi som den danske afhænger både af globale og indenlandske forhold, og den samlede inflationsproces kommer til udtryk gennem udviklingen i forbrugerprisindekset. Det er dog nyttigt at skelne mellem den del af inflationsprocessen, der skyldes indenlandske markedsforhold, og den del, som kommer udefra. For at få en indikation af, hvilken betydning indenlandske markedsforhold har for udviklingen i forbrugerpriserne, beregner Nationalbanken løbende et mål for den såkaldte indenlandske markedsbestemte inflation, IMI.<sup>1</sup>

IMI forsøger at rense for den del af prisudviklingen i det samlede forbrugerprisindeks, der ikke bestemmes af forhold i den danske markedsøkonomi. Disse forhold er fx internationale markedsforhold (bl.a. energi), særlige forhold som høst og vejr, afgiftsændringer, prisbevægelser på importerede varer og administrerede priser, dvs. priser, som fastsættes helt eller delvist af den offentlige sektor.

Figur A illustrerer, hvordan forbrugerprisindekset, givet ved det EU-harmoniserede indeks for forbrugerpriser, HICP, kan

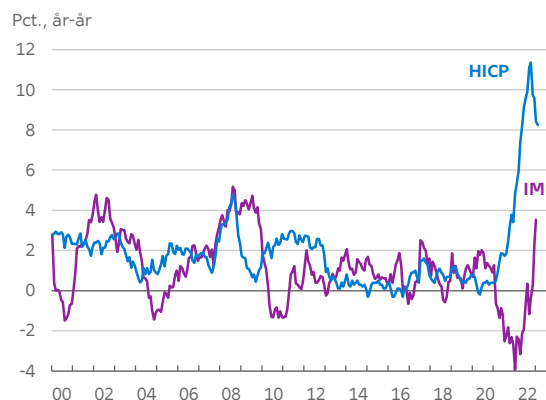
splittes op i bidrag fra en række underindeks. Størrelsen på de forskellige søjler angiver den vægt, som hvert underindeks optræder med i det samlede forbrugerprisindeks. Som figur A viser, fylder indenlandske markedsbestemte priser omtrent 40 pct. af det danske HICP-forbrugerprisindeks.

Figur B viser udviklingen i IMI siden 2000 sammenholdt med den samlede udvikling i HICP. Fra sommeren 2020 og frem til januar 2022 er de indenlandske markedsbaserede priser faldet. Faldet skal dels ses i lyset af, at IMI alt andet lige falder, når priserne på de øvrige HICP-komponenter stiger, dels at IMI reagerer med en vis forsinkelse på fx ændringer i inputomkostningerne til produktionen. Fra februar 2022 og frem er de indenlandske markedsbestemte priser taget til, og i januar 2022 steg IMI med 3,5 pct. år-år, hvilket svarer til et bidrag på ca. 1,4 procentpoint ud af den samlede stigning i HICP på 8,4 pct. IMI-beregningen understøtter dermed både modelberegningen i figur 15 og tidligere analyser fra Nationalbanken, som peger på, at dansk inflation i overvejende grad er kommet udefra.

**Figur A**  
Dekomponering af forbrugerprisindekset



**Figur B**  
Udviklingen i IMI



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger på baggrund af MONA.

1. Se også fx Bo William og Dan Knudsen, Indenlandsk markedsbestemt inflation, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt, 4. kvartal 2005.
2. Se fx boks 3, "Den globale inflationscyklus og det kraftige indenlandske kapacitetspres øger forbrugerpriserne i Danmark" i Danmarks Nationalbank, Presset i økonomien bør dæmpes, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 11, september 2022.

# Inflationsforventningerne er stadig velforankrede

Høj inflation er typisk et udtryk for en ubalance mellem udbud og efterspørgsel, som blandt andet udfolder sig over konjunkturerne.<sup>30</sup> Høj inflation kan i nogle tilfælde lede til et skred i inflationsforventningerne, også betegnet som en løn-pris-spiral. Det skyldes, at forventningerne til de fremtidige priser påvirker virksomhedernes prisfastsættelse og løndannelsen. Velforankrede inflationsforventninger tæt på inflationsmålsætningen er derfor afgørende for, at den aktuelt høje inflation falder tilbage og ikke giver anledning til en selvforstærkende prisdynamik. Det vil typisk være mere omkostningsfyldt at bekæmpe inflation, som følger af et skred i inflationsforventningerne, da der kan være behov for at tvinge økonomien ind i en lavkonjunktur.

Forekomsten af væsentlige skred i inflationsforventningerne er en relativt sjælden begivenhed. Det er en del af centralbankernes formål at sikre, at den ikke opstår. Når den alligevel opstår, er det oftest for en begrænset periode.<sup>31</sup> I kølvandet på de to olie-

kriser i 1970'erne oplevede blandt andet Danmark et skred i inflationsforventningerne.<sup>32</sup>

Siden 1970'erne har der internationalt set været en bevægelse mod styrket centralbankuafhængighed og mere udbredt brug af inflationsmålsætning. Således vedrører de fleste centralbankers inflationsmålsætninger i dag inflationen på mellemlang og lang sigt, hvor pengepolitikken primært har effekt. I blandt andet euroområdet og USA er der en målsætning om inflation på 2 pct. på mellemlang sigt. Målsætningerne og centralbankuafhængigheden har bidraget til at begrænse den generelle risiko for et skred i inflationsforventningerne og til at inddæmme eventuelle skred. Inflationsmålsætningen i Danmark er implicit den samme som for euroområdet, da fastkurspolitikken sikrer, at danske priser følger prisudviklingen i euroområdet.<sup>33</sup>

## **Inflationsforventningerne er velforankrede**

Centralbanker forholder sig typisk til inflationsforventningerne på mellemlang og lang sigt, da de er særligt

30 Øvrige forhold såsom justeringer af afgifter eller konkurrencefor-skydninger kan ligeledes påvirke inflationen, omend de er af mere midlertidig natur.

31 Se Jorge A. Alvarez mfl., *Wage-Price Spirals: What is the Historical Evidence?*, *IMF Working Papers*, 11. november 2022.

32 Se Danmarks Nationalbank, *Presset på økonomien bør dæmpes*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 11, september 2022.

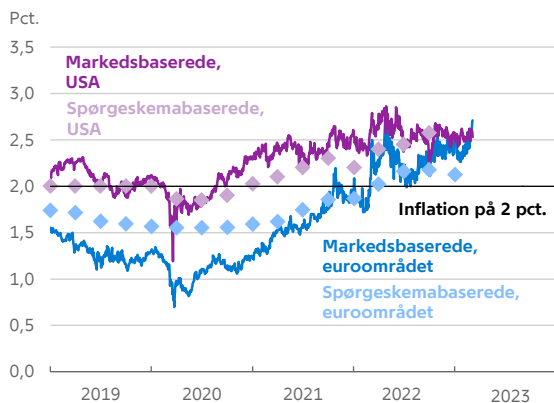
33 Se Morten Spange, *Penge- og finanspolitik i Danmark*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.



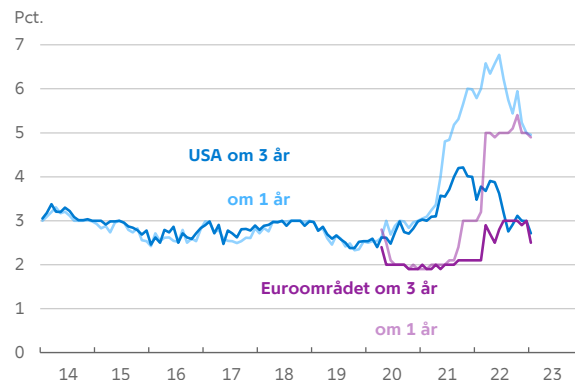
## Inflationsforventninger i euroområdet og USA

Figur 25

### Langsigtede inflationsforventninger er velforankrede



### Husholdningerne venter inflation over målsætningerne



Anm.: Venstre figur: 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. Højre figur: Figuren viser medianen af husholdningernes spørgeskemabaserede forventninger til inflationen om 1 og 3 år.

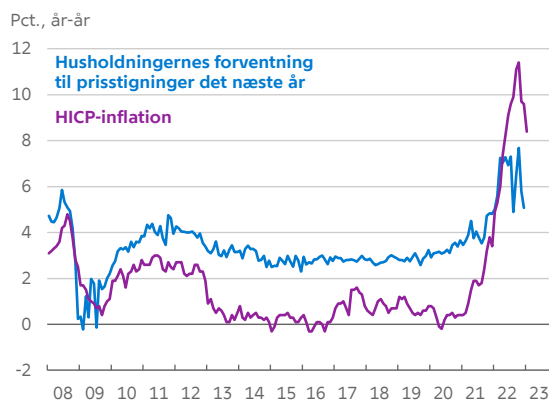
Kilde: Macrobond, Refinitiv Eikon, ECB og Federal Reserve Bank of New York.

væsentlige som mål for tilliden til centralbankerne. Forventningerne til inflationen kan i sagens natur ikke identificeres præcist, men en vifte af markeds- og spørgeskemabaserede indikatorer viser, at de langsigtede inflationsforventninger generelt er forankrede omkring inflationsmålsætningen i USA og euroområdet. Dermed er inflationsforventningerne forenelige med målet om prisstabilitet, se figur 25, venstre. I både USA og euroområdet venter husholdningerne dog stadig, at inflationen om 3 år overstiger inflationsmålsætningen på 2 pct., se figur 25, højre. Risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne er således ikke afværget, selvom inflationen gradvist er på vej ned.<sup>34</sup>

I Danmark er husholdningernes forventninger til forbrugerprisstigninger, som kun kan opgøres over de kommende 12 måneder, aftaget siden efteråret. Forventningerne lå i december på ca. 5 pct. år-år, se figur 26. Det er lavere end den aktuelle inflation og indikerer, at husholdningerne fremadrettet regner med, at forbrugerprisstigningerne falder, omend de stadig vil være på et højt niveau.

## Husholdningerne i Danmark venter høje prisstigninger det næste år

Figur 26



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-inflation henviser til det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks.

Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond og egne beregninger.

34 Se temaafsnittet *Inflationen er på vej ned*.

Stigningen i de 1-årige inflationsforventninger blandt husholdningerne behøver ikke nødvendigvis at afspejle, at der er sket et decideret skred i inflationsforventningerne. Den kan også blot afspejle, at husholdningerne er bevidste om det inflationspres, som økonomien aktuelt er underlagt. Det ses da også, at husholdningernes inflationsforventninger over det kommende år i USA og euroområdet er højere end forventningerne til inflationen længere ude i fremtiden.

### Virksomhederne hæver prisen, når lønnen stiger

Priserne på varer og tjenester sættes som oftest af virksomhederne og opdateres med varierende intervaller. Under meget generelle betingelser vil prisen afhænge af marginalomkostningen på den pågældende vare eller tjeneste og prisen, som virksomhedens konkurrenter tager.<sup>35</sup> Konkurrentpriserne afspejler efterspørgslen og markedsstrukturen, herunder graden af konkurrence. Uden ændringer i markedsstrukturen eller efterspørgslen vil priserne sættes som en konstant mark-up over marginalomkostningerne. Blandt danske virksomheder væltes eksempelvis ændringer i energiomkostninger relativt hurtigt over på priserne.<sup>36</sup> På samme måde væltes ændringer i marginallønnen til dels over i priserne, og i den sammenhæng er lønnen vigtig, da en betydelig del af virksomhedernes omkostninger består af lønudgifter.<sup>37</sup>

I praksis er det dog ikke de faktiske men de *forventede* konkurrentpriser og marginalomkostninger i tiden frem til næste prisfastsættelse, der vil lægges til grund for priserne. Tiden mellem prisjusteringerne varierer dog, da markedsanalyser og vurderinger af marginalomkostninger er ressourcekrævende for de fleste virksomheder. I tilfælde af større udsving vil

virksomhederne både reagere på frekvensen mellem prisjusteringerne (den ekstensive margen) og størrelsen på justeringerne (den intensive margen).<sup>38</sup>

### Inflationsforventningerne påvirker lønningerne

Ligesom de forventede omkostninger påvirker prisfastsættelsen, påvirker lønmodtagernes forventninger til kommende prisstigninger kravet ved lønforhandlinger. Afhængigt af parternes forhandlingskraft resulterer det i en given funktionel indkomstfordeling, hvor værdiskabelsen i virksomheden deles mellem arbejdstagerne og virksomhedens ejere.

Lønforhandlingens parter forhandler om den nominelle løn (vækst) for en fremtidig periode. Derfor er det også her *forventningen* til bl.a. produktivitet, og ikke mindst forbrugsmulighederne over aftalens længde, som er relevante parametre for forhandlingen. I sidste ende er arbejdstager interesseret i reallønnen, dvs. forskellen mellem lønudviklingen og inflationen over aftaleperioden, og derfor er inflationsforventningerne et centralt element i forhandlingerne. Tidligere udvikling i blandt andet produktivitet, inflation og løn kan også påvirke forhandlingen, hvis denne udvikling har ført til en forskydning i den funktionelle indkomstfordeling.

Over de seneste år har inflationen og de indtil videre moderate lønstigninger givet anledning til et fald i lønkvoten efter at have ligget stabilt i mange år for økonomien som helhed, se figur 27.<sup>39</sup> Den seneste udvikling er imidlertid drevet af store profitter i transport og forsyning, mens lønkvoten for den øvrige del af økonomien har været svagt stigende de seneste år. I prognosen vender lønkvoten i de kommende år tilbage til, og ender endda lidt over, niveauet set siden finanskrisen.

35 Se Mary Amiti mfl., International Shocks, Variable Markups, and Domestic Prices, *Review of Economic Studies*, vol. 86(6), november 2019.

36 Se Luca Dedola mfl., Price synchronization and cost pass-through in multiproduct firms: Evidence from Danish producer prices, *Working Paper*, april 2021.

37 Se Simon Juul Hviid og Tobias Renkin, Labor cost pass-through to producer prices in Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 166, 2020. Forfatterne finder kun et partielt gennemslag fra løn til producentpriser inden for et år, hvilket skal ses i lyset af, at der ikke tages højde for generelle ligevægtseffekter.

38 Se Luca Dedola mfl., Price synchronization and cost pass-through in multiproduct firms: Evidence from Danish producer prices, *Working Paper*, april 2021.

39 Lønkvoten er et udtryk for den funktionelle indkomstfordeling, da den illustrerer, hvor stor en del af værdiskabelsen i virksomhederne der tilfalder arbejdstagerne.

I en empirisk analyse af, hvordan inflationsforventninger påvirker de nominelle lønninger over de seneste to årtier, er det de markedsbaserede inflationsforventninger for euroområdet, der bedst synes at forklare udviklingen i danske lønninger, se figur 28. Omvendt har husholdningers forventninger været blandt de mindst informative, og den faktiske inflation har ligeledes spillet en mindre rolle for løndannelsen. Det hænger sammen med, at Danmark fører fastkurspolitik. Herhjemme er det i vidt omfang løndannelsen i industrien, som er retningsgivende for lønudviklingen i økonomien som helhed. Da mange af de danske industrivirksomheders konkurrenter findes i udlandet, er de i større grad villige til at acceptere lønstigninger, når deres udenlandske konkurrenter også gør – og omvendt når de ikke gør. Betydningen af prisdannelsen i udlandet understøttes af, at inflationsforventninger for euroområdet har en større forklaringsgrad for lønstigningerne i industrien end andre danske mål for inflationsforventninger.

Da de seneste to årtier har været karakteriseret ved relativt lav og stabil inflation, er det ikke sikkert, at resultaterne kan generaliseres til også at gælde i perioder med høj inflation som den aktuelle.<sup>40</sup> Uanset hvilke inflationsforventninger der har ligget til grund for gennembrudsforliget for overenskomsterne på industriens område i februar, så vurderes forliget i sig selv at have reduceret usikkerheden omkring lønudviklingen over de kommende to år, selvom lønstigningerne i sig selv er lidt højere end ventet.

### Skred i inflationsforventningerne kan give vedvarende høj inflation

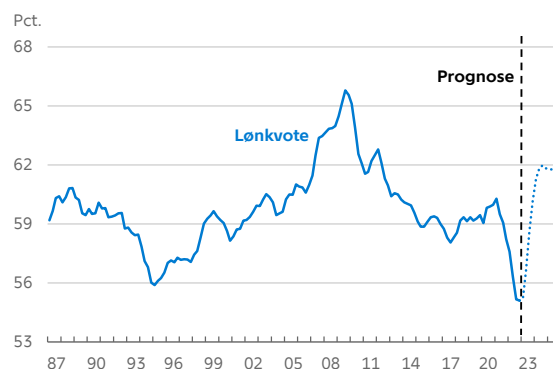
Et skred i inflationsforventningerne kommer til udtryk i en uoverensstemmelse mellem virksomheder og arbejdstagere om reallønnen. Her accepterer virksomhederne de højere lønkrav fra arbejdstagerne i forventning om at kunne sætte priserne op efterfølgende. Det modsvares så af endnu højere lønkrav fra arbejdstagerne og så fremdeles. Dermed skrider inflationsforventningerne for begge parter, og pris- og løninflationen tager til.<sup>41</sup> Denne mekanisme har givet anledning til, at et skred i inflationsforventningerne undertiden beskrives som en løn-pris-spiral.

40 Se BIS, Inflation: A look under the hood, *Annual Economic Report*, juni 2022.

41 Se Guido Lorenzo og Iván Werning, Wage Price Spirals, *Working Paper*, januar 2023.

Fald i lønkvoten ventes at vende

Figur 27

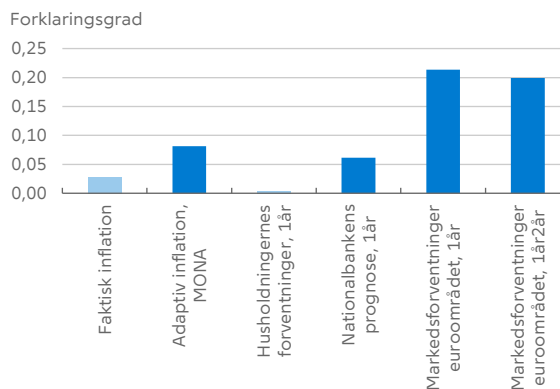


Anm.: Lønkvoten er opgjort som lønsummen sat i forhold til bruttoværditilvæksten i private byerhverv. 4-kvartalers glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Markedsbaserede inflationsforventninger for euroområdet forklarer bedst løndannelsen i Danmark

Figur 28



Anm.: Beregninger baseret på en regression af lønstigninger på forskellige mål for inflationsforventninger, hvor der er kontrolleret for arbejdsmarkedsgab, importpriser, energipriser og produktivitet. Forklaringsgraden er den partielle  $R^2$  af inflationsvariablen. På den måde kan resultaterne fortolkes som det selvstændige bidrag fra inflationsforventningerne, ud over hvad der kan forklares af konjunktur, og produktivitet og input-priser. Målene for inflationsforventninger omfatter lagget inflation, MONA's adaptive led, husholdningernes inflationsforventninger fra forbrugertillidsundersøgelsen, kort- og mellemfristede markedsbaserede inflationsforventninger (1år og 1år2år) i euroområdet og Nationalbankens prognose. Lyseblå søjler indikerer statistisk insignifikans.

Kilde: Egne beregninger.

Når arbejdstagerne kræver højere løn, end hvad der er foreneligt med virksomhedernes forventede priser, vil virksomhederne under velforankrede inflationsforventninger kæmpe imod. Men hvis der sker et skred i inflationsforventningerne, vil den enkelte virksomhed forvente, at de konkurrerende virksomheder vil blive mødt af samme lønkrav, og at konkurrenterne også vil vælte den stigende marginalomkostning over i priserne. Derfor kan virksomheden gøre det samme skadefrit, altså uden at tabe markedsandele, og vil stadig kunne tiltrække den samme mængde arbejdskraft.<sup>42</sup> Denne udvikling vil – i fravær af penge- og finanspolitiske reaktioner – kunne fortsætte i det uendelige, se figur 29.

Ved et skred i inflationsforventningerne vil den reale økonomiske aktivitet i grove træk opretholdes for en periode.<sup>43</sup> Det skyldes, at lønstigningerne vedvarende vil kunne honorere de stigende priser. Et skred i inflationsforventningerne kan derfor kun bremses med pengepolitiske reaktioner – og kun bestå i fravær af samme. Højere pengepolitiske renter vil kunne begrænse efterspørgslen tilstrækkeligt til, at tilliden genoprettes, og skredet i inflationsforventningerne er derfor kun midlertidigt.

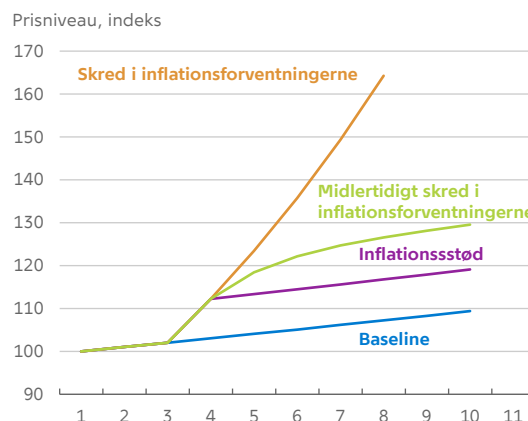
### Kapacitetspres øger risikoen for et skred i inflationsforventningerne

I sig selv er kombinationen af stigende inflation og lønvækst ikke en tilstrækkelig betingelse for, at der er en løn-pris-spiral til stede. Et kapacitetspres under en højkonjunktur kan give samme udvikling, uden at der er sket et skred i inflationsforventningerne.

Et kapacitetspres kan imidlertid være en katalysator for et skred i inflationsforventningerne ved at løfte inflationen over centralbankernes målsætning i en periode. Hvis kapacitetspresset varer længe, kan det så tvivl om centralbankernes villighed til at bringe inflationen ned, og tidligere inflation vil tillægges større vægt, når inflationsforventningerne dannes. I det tilfælde vil virksomhederne i højere grad hæve priserne i forventningen om, at konkurrenter og

**Skred i inflationsforventningerne fører til højere inflation**

Figur 29



Anm.: Stileret illustration.

leverandører gør det samme, og at lønkravene vil stige i fremtiden. Jo længere tid inflationen er høj, jo større er risikoen for, at inflationsforventningerne løsrives. Derfor er det også vigtigt for centralbanker at dæmpe høj inflation drevet af et kapacitetspres. Hvis inflationsforventningerne er velforankrede, vil det typisk være tilstrækkeligt at neutralisere kapacitetspresset i økonomien. Er høj inflation derimod drevet af et skred i inflationsforventningerne, kan det være nødvendigt at generere en lavkonjunktur for at få inflationen ned på målsætningen.

### Fastkurspolitik minimerer risikoen for selvstændigt skred i inflationsforventningerne

Danmarks fastkurspolitik over for euroen binder den danske prisudvikling til euroområdet på mellemlang og lang sigt, se figur 30.

Fastkurspolitikken indebærer grundlæggende, at et selvstændigt dansk skred i inflationsforventningerne ikke kan finde sted over en længere periode, da

42 Se Edmund S. Phelps, Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium, *Journal of Political Economy*, vol. 76(4), s. 678-711, 1968.

43 I perioder med høj og volatil inflation vil den reale økonomiske aktivitet begrænses af den større usikkerhed, der er forbundet med investerings- og opsparingsbeslutninger i husholdninger og virksomheder, ligesom løbende udsving i de relative priser, som skyldes trægheder i prisjusteringen, vil give anledning til en u hensigtsmæssig allokering af ressourcerne.

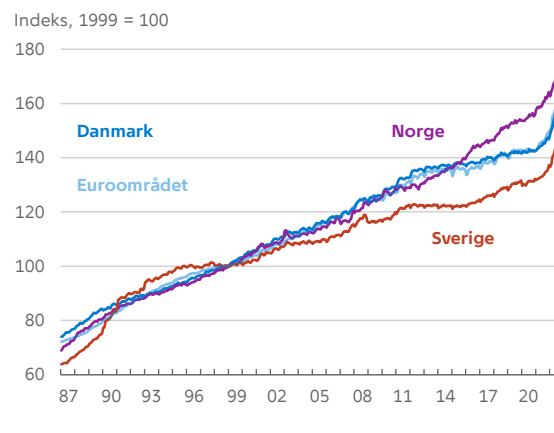
konkurrenceevnen på både løn og varer på mellemlang sigt vil dæmpe aktivitet og prisudvikling. Et selvstændigt skred i inflationsforventningerne kan imidlertid finde sted over en kortere periode, før stabiliseringen via konkurrenceevnen slår igennem. Hvis skredet i inflationsforventninger er stort, vil økonomien på bagkant af en selvstændig løn-pris-spiral sandsynligvis skulle igennem en lavkonjunktur for at tilpasse prisniveauet til euroområdet, se figur 31.

Et selvstændigt dansk skred i inflationsforventningerne vil på mange måder minde om et kraftigt konjunkturførløb, hvor et stort pres på arbejdsmarkedet driver lønninger og priser op i Danmark i forhold til euroområdet, med et efterfølgende stort tilbageslag for at tilpasse prisniveauet. Da pengepolitikken i Danmark er reserveret til at sikre en fast kronekurs over for euroen, er det finanspolitikens rolle at stabilisere en sådan udvikling og undgå et selvstændigt skred i inflationsforventningerne i Danmark.<sup>44</sup>

Over det seneste halve år har presset på det danske arbejdsmarked ikke ført til væsentlig større lønstigninger end aftalt i tidligere overenskomster, og overenskomstforliget i februar på industriens område endte på niveau med fx aftalen i Tyskland. Samtidig synes inflationsforventningerne på mellemlang sigt at være velforankrede. Der vurderes ikke længere at være væsentlige forskelle i konjunktursituationen eller løn- og prisudviklingen mellem Danmark og euroområdet. Derfor vurderes risikoen for et selvstændigt dansk skred i inflationsforventningerne at være reduceret.

Danske priser følger euroområdets som følge af fastkurspolitikken

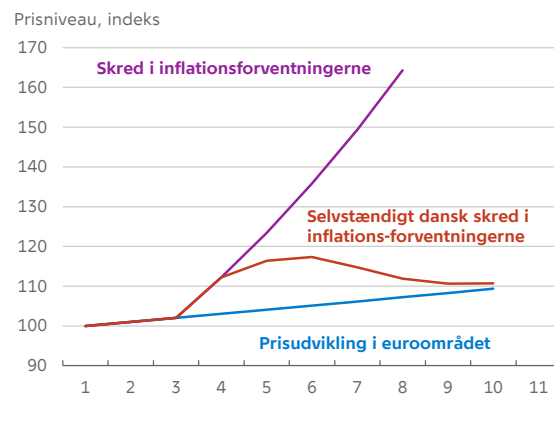
Figur 30



Anm.: Forbrugerprisindeks, CPI.  
Kilde: OECD.

Fastkurspolitikken begrænser risikoen for et selvstændigt dansk skred i inflationsforventningerne

Figur 31



Anm.: Stileret illustration.

<sup>44</sup> Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, 27. oktober 2022.

# Nedgangen på boligmarkedet påvirkes af flere forhold

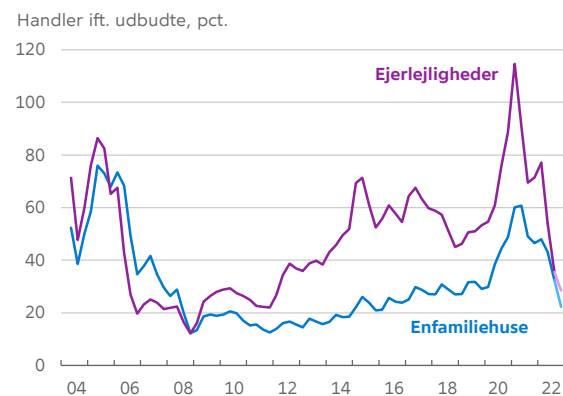
Efter en række år med fremgang på boligmarkedet er der kommet kraftig modvind. Stigende renter øger omkostningerne på boligfinansiering, mens høj inflation udhuler købekraften hos boligkøberne. Det har ført til opbremsning på boligmarkedet og faldende priser på tværs af landet.

Nedgangen på boligmarkedet viste sig først ved et fald i handelsaktiviteten, der toppede i 2021. Salget af enfamiliehuse er fortsat med at falde igennem 2022, og i 4. kvartal var antallet af handler det laveste siden 3. kvartal 2014. Det samme billede tegner sig for salget af ejerlejligheder. Månedlige tal fra Boligsiden indikerer imidlertid, at handelsaktiviteten stabiliserede sig på et lavt niveau i de sidste måneder af 2022. Den lavere handelsaktivitet har ført til længere salgstider og øget udbud af boliger til salg. Forholdet mellem handler og udbudte boliger er således faldet betydeligt, se figur 32.

Den faldende aktivitet på boligmarkedet i 2022 skal også ses i sammenhæng med den ekstraordinært store efterspørgsel i de foregående to år. Her var efterspørgslen drevet af lempelige finansielle vilkår og øgede indkomster, men også af øget påskønnelse af bolig.<sup>45</sup> Noget af tilbagegangen på boligmarkedet

**Stort fald i antal handler i forhold til udbud**

Figur 32



Anm.: Kvartalsvise handler i forhold til kvartalets gennemsnitlige udbud for hele landet. I 4. kvartal 2022 er udviklingen i salg og udbud fra Finans Danmark fremskrevet med udviklingen i salg og udbud fra Boligsiden, hvilket er markeret med de lysere linjer.

Kilde: Finans Danmark, Boligsiden og egne beregninger.

<sup>45</sup> Se Simon Juul Hviid mfl., Robustheden på boligmarkedet bør styrkes, Danmarks Nationalbank Analyse, nr. 6, juni 2021.

kan formentlig tilskrives, at denne effekt er aftaget, efterhånden som pandemien klingede af i løbet af 2022.

Priserne på enfamiliehuse på landsplan toppede i februar 2022 og var i februar 2023 faldet med 9,5 pct., ifølge Boligsidens Markedsindeks. Ejerlejlighedspriserne toppede i januar 2022 og var i februar 2023 faldet med 10,5 pct. Som følge af den lave aktivitet på boligmarkedet, de højere renter og fald i købekraften forventer Nationalbanken fortsatte fald i boligpriserne i 2023.

### Afmatning har også ramt boligmarkederne i udlandet

Ligesom i Danmark har høje forbrugerprisstigninger også reduceret husholdningernes købekraft i udlandet, mens strammere pengepolitik har ført til højere renter på boliglån. Det har sat sine spor på boligmarkederne i flere af de lande, som Danmark normalt sammenligner sig med. Handelsaktiviteten er taget af i flere lande, og boligpriserne falder i bl.a. Norge, Tyskland, Nederlandene, UK og USA, se figur 33. I Sverige satte boligprisfaldet ind allerede i begyndelsen af 2022, ligesom i Danmark, og priserne er siden da faldet med 13 pct. Inden for EU viser prisdata indtil videre, at boligpriserne er faldet mest i Sverige og Danmark.

De faldende boligpriser i mange lande følger – som det også er tilfældet i Danmark – en periode, hvor boligpriserne er steget kraftigt siden begyndelsen af 2020. Boligpriserne ligger således stadig højere end inden pandemiens udbrud.

### Boligpriserne falder på tværs af Danmark

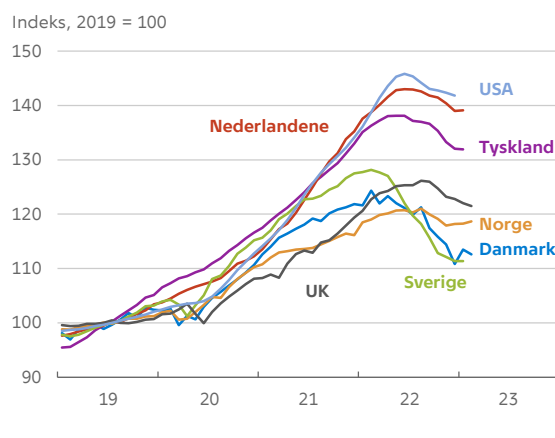
Siden 1. kvartal 2022 er priserne på enfamiliehuse faldet i stort set hele landet. På kommuneniveau er der blot otte kommuner, hvor priserne ikke er faldet i perioden fra 1. kvartal til 4. kvartal 2022. Der ses kun en svag tendens til, at priserne er faldet mest i de områder, hvor priserne steg mest under pandemien, se figur 34.

Det brede prisfald på tværs af landet afspejler formentligt, at boligmarkedet aktuelt påvirkes af en række faktorer, hvor flere faktorer rammer landet bredt, mens andre rammer mere forskelligt på tværs af landet.

For det første påvirkes alle i Danmark af den lavere købekraft. Det lægger på kort sigt et nedadrettet pres på de nominelle boligpriser på tværs af landet. I takt med at andre varer bliver dyrere i forhold til bolig, vil der være en forskydning mod øget boligforbrug, som

Boligpriserne falder i flere lande

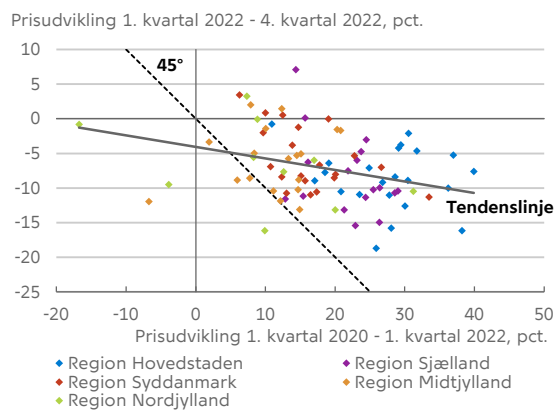
Figur 33



Anm.: Boligpriser på enfamiliehuse fra Boligsiden for Danmark. Boligpriser på både ejerlejligheder og enfamiliehuse for Tyskland, Nederlandene, Norge, UK, Sverige og USA.  
Kilde: Macrobond og Boligsiden.

Udvikling i boligpriser på tværs af kommuner

Figur 34



Anm.: Prisudvikling for enfamiliehuse på kommuneniveau. 11 kommuner indgår ikke i figuren på grund af manglende data som følge af for få salg. Tendenslinjen er beregnet ud fra hele landet.  
Kilde: Boligsiden og egne beregninger.

vil holde hånden lidt under boligpriserne. Den lavere købekraft vurderes imidlertid at vægte tungest på kort sigt.<sup>46</sup> Lavere købekraft begrænser husholdningernes rådighedsbeløb og øger kreditbegrænsningen ved boligkøb, hvilket presser boligpriserne ned.

For det andet påvirker de højere renter samtlige boligkøbere. Forskelle i finansieringssammensætningen på tværs af landet kan dog give geografiske forskelle i gennemslaget på boligpriserne. Dyrere områder i landet som fx København er mere rentefølsomme end de billigere områder.<sup>47</sup> Det skyldes bl.a., at boliger i de dyrere områder omkring København i højere grad finansieres med variabelt forrentede lån. Da renten på variabelt forrentede lån er lavere end på fastforrentede lån, vil den relative rentestigning være større. Dertil kommer, at boligkøbere omkring København typisk har større lån i forhold til indkomst, hvormed rentestigninger i højere grad presser rådighedsbeløbet.

For det tredje har stigningerne i priserne på energi en direkte effekt på brugsomkostningen for boliger. Højere energipriser dæmper derfor priserne på boligmarkedet. Både energiforbruget og omkostningen ved at skifte varmekilde udgør en større andel af den samlede omkostning til bolig i de billigere områder. Priselasticiteten i forhold til energi er derfor størst i de billigere områder i forhold til de dyrere.<sup>48</sup> Dermed rammes de billigere områder hårdere af højere energipriser end de dyrere områder. Trods den lavere priselasticitet kan der være et nedadrettet pres på boligpriserne i de dyrere områder omkring København, da boligpriserne her i højere grad end i resten af landet er opvarmet med naturgas, der steg markant i pris i 2022.<sup>49</sup>

Endelig kan en vending i den øgede påskønnelse af bolig under pandemien have en varierende effekt på tværs af boligmarkedet. For eksempel har et amerikansk studie antydnet, at effekten på boligmarkedet af den øgede påskønnelse af hjemmet er størst omkring de større byer.<sup>50</sup> Det vurderes, at en del af den øgede påskønnelse under pandemien var af midlertidig karakter.<sup>51</sup> Denne effekt kan derfor trække boligpriserne mere ned i området omkring København end i andre dele af landet.

Høj inflation og herunder energipriser er derfor en del af forklaringen på, at det nuværende prisfald rammer bredere end blot de steder, hvor priserne steg mest under pandemien. Inflationen ser imidlertid ud til at have toppet. Især energipriserne er faldet markant over de seneste måneder, hvilket derfor kan medvirke til at bremse prisfald i de billigere områder.

#### Rentestigninger er endnu ikke slået helt igennem

De højere renter, der har gjort det dyrere at finansiere køb af bolig, har formentlig endnu ikke haft fuld effekt på boligmarkedet. Mens renterne kan bevæge sig relativt hurtigt, så er boligpriserne mere træge. Det har den nuværende udvikling også vist. Prisfaldene startede langsomt ud, efter at afmatningen havde vist sig i andre nøgletal som fx antallet af handler.

En måde til at illustrere, hvor meget af renteutviklingen der har sat sig i boligpriserne, er at se på boligbyrden, der angiver finansieringsomkostningernes andel af husholdningernes disponible indkomst. Da omkostningerne til boligfinansiering det seneste år er steget hurtigere end indkomsterne, er boligbyrden steget, se figur 35. Et simplificeret mål for bolig-

46 Se s. 36 i Danmarks Nationalbank, *Presset i økonomien bør dæmpes, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 11, september 2022.

47 Se Stine Ludvig Bech mfl., *Measuring household interest-rate sensitivity in Denmark, Working Paper*, nr. 183, november 2021; og Simon Juul Hviid mfl., *Regionale aspekter på boligmarkedet, Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 4. kvartal 2016.

48 Se Alessandro T. Martinello og Niels Framroze Møller, *Opportunities and risks in the residential sector during a green transition, Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 190, september 2022, s. 15.

49 Se 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.

50 Se Morris A. Davis og Andra C. Ghent, *The Work-from-Home Technology Boon and its Consequences, NBER Working Paper*, april 2022.

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



byrden tegner et lignende billede for flere andre lande, herunder Sverige og USA.<sup>52</sup>

Aktuelt ligger boligbyrden for enfamiliehuse i Danmark væsentligt højere end inden pandemien, men betragteligt under niveauet forud for den finansielle krise i midten af 2000'erne. Med det nuværende rente- og indkomstniveau skal priserne på enfamiliehuse falde yderligere 13 pct. fra niveauet i 4. kvartal 2022, for at boligbyrden når det gennemsnitlige niveau fra 2011-19. Det kan indikere, at de høje renter endnu ikke har sat sig fuldt ud i boligpriserne.

### Yderligere boligprisfald ventes i 2023

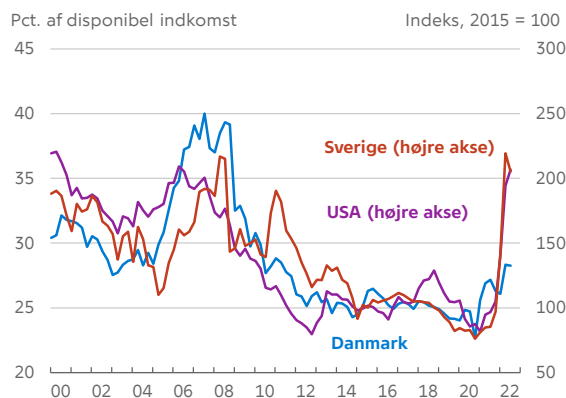
I nærværende prognose forventes boligpriserne at fortsætte med at falde i 2023, se figur 36. Boligpriserne på enfamiliehuse på landsplan skønnes at falde med yderligere 6 pct. fra 4. kvartal 2022 til 3. kvartal 2023. Herefter ventes boligpriserne at stige gradvist igen, bl.a. understøttet af stigende købekraft. Lignende forventninger har den svenske centralbank, Sveriges Riksbank, og den norske centralbank, Norges Bank, til boligmarkederne i henholdsvis Sverige og Norge.<sup>53</sup>

År til år forventes et fald i priserne på enfamiliehuse på 9,4 pct. i 2023 sammenlignet med de gennemsnitlige priser i 2022, hvorefter priserne forventes at falde 0,3 pct. i 2024 og stige 2,9 pct. i 2025. Mod udgangen af prognosen løftes boligpriserne bl.a. af, at andre varer og tjenester er blevet dyrere, hvilket over tid fører til en forskydning mod øget boligforbrug.

Prognosen indebærer, at boligbyrden på landsplan gradvist vil falde tilbage de kommende år. Og ved udgangen af prognosen vil den ligge omkring niveauet, inden pandemien satte sit præg på boligmarkedet.

Dynamikken på boligmarkedet kan imidlertid føre til, at priserne falder mere, end de fundamentale faktorer ellers tilsiger. Det kan fx være tilfældet, hvis po-

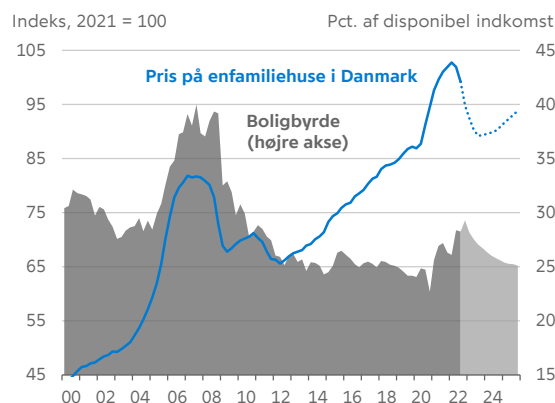
Rentestigninger har øget boligbyrden Figur 35



Anm.: Boligbyrden for Danmark er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostninger inkl. ejendomsskatter ved køb af et enfamiliehus som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er beregnet ud fra et 30-årigt, fastforrentet lån med afdrag inkl. bidragssatser og kurssikring med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke finansieres af realkreditlån. For Sverige og USA er boligbyrden beregnet som forholdet mellem pris og indkomst ganget med boligrenten. Boligpriser i forhold til indkomst fra OECD for perioden 1. kvartal 2000 til 3. kvartal 2022. Lange realkreditrenter for USA og 5-årige realkreditrenter for Sverige. Det er dermed ikke muligt at sammenligne boligbyrderne på tværs af landene.

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

Fortsat boligprisfald i vente, mens boligbyrden ventes at falde tilbage Figur 36



Anm.: Nominelle priser på enfamiliehuse på landsplan. Se anmærkning til figur 35 for note om boligbyrden for Danmark. Fra 2024 antages boligskatter i boligbyrden at følge udviklingen i boligpriserne. Prognosen er Nationalbankens prognose fra marts 2023 og dækker over forventninger til boligpriser, indkomst og renter. Prognosen tager udgangspunkt i Danmarks Statistiks prisstatistik, hvor seneste observation er 3. kvartal 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Boligsiden og egne beregninger.

52 Forskelle i beregningerne af boligbyrderne, se anmærkningen til figur 35, gør det ikke muligt at sammenligne niveauer og udvikling på tværs af lande.

53 Norges Bank forventer, at boligpriserne i Norge vender i efteråret 2023, se Norges Bank, *Monetary Policy Report*, december 2022, mens Sveriges Riksbank forventer en vending på boligmarkedet i Sverige i begyndelsen af 2024, se Sveriges Riksbank, *Monetary Policy Report*, februar 2023.

tentielle boligkøbere holder sig tilbage på grund af de faldende priser. Det kan give udslag i en opbygning af ophobet efterspørgsel, der på bagkant løfter boligmarkedet, når boligkøberne endelig træder ind på boligmarkedet.

Det endelige udfald for boligpriserne afhænger i høj grad af udviklingen i danskernes købekraft, udviklingen på arbejdsmarkedet og den fremtidige udvikling i renterne. Stiger renterne mere end forudsat på baggrund af markedsforventningerne i prognosen, vil det forlænge boligprisfaldet.

### **Den nye boligskattereform dæmper udsving**

Efter planen træder den nye boligskattereform i kraft 1. januar 2024. Dermed afsluttes boligskatstoppet, der siden 2001 har sat en vigtig automatisk stabilisator på boligmarkedet ud af spil. Boligskatteformen genetablerer sammenhængen mellem boligpriser og boligskatte, hvormed boligskatteerne igen hjælper med at dæmpe prisudsving på boligmarkedet.<sup>54</sup>

Reformen sikrer også en mere ensartet boligskat på tværs af landet. Overgangen vil dog have en effekt på boligmarkedet, da de ensartede boligskatte overordnet medfører lavere skat til enfamiliehuse og højere skat til ejerlejligheder. Det er bl.a. en konsekvens af, at ejerlejligheder over de seneste 20 år er steget relativt mere og derfor har en lavere effektiv skattesats. Priserne på enfamiliehuse skønnes samlet set at blive løftet 2,3 pct. i forhold til en situation uden de nye skatte, mens ejerlejligheder reduceres med 3,1 pct.

På trods af de udsving, som indfasningen af boligskatteformen medfører, er den et væsentligt bidrag til sunde strukturer på boligmarkedet, der dæmper udsving. Udviklingen på boligmarkedet har stor indvirkning på den øvrige økonomi. Det gjaldt fx i midten af 2000'erne. Derfor er sunde strukturer på boligmarkedet med til at sikre Danmark en robust økonomi.

---

<sup>54</sup> Se Simon Juul Hviid og Paul Lassenius Kramp, Aftale om boligskat stabiliserer boligpriser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2017.

## 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 4. kvartal 2022. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. marts 2023 (til og med 9. marts 2023 for finansielt data). 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 2,6 pct. i 2023, 2,8 pct. i 2024 og 2,9 pct. i 2025. Lønstigningerne i udlandet forudsættes at ligge mellem 4 og 5 pct. de næste tre år, opgjort som lønsum pr. beskæftiget. Prisstigningerne på importerede varer og tjenester forudsættes at bøje af i løbet af i år. Forudsætningerne er baseret på den seneste prognose fra OECD samt justeringer baseret på prisudviklingen og økonomisk data siden da.

### Renter, valuta og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten forudsættes på den baggrund at stige yderligere 1,2 procentpoint frem mod slutningen af i år, hvor den topper på 3,8 pct. Herefter aftager den gradvist gennem hele prognoseperioden til 3,0 pct. ved udgangen af 2025.

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

Energipriser antages som udgangspunkt at følge udviklingen i oliepriserne, der i prognoseperioden forudsættes at følge futurespriser. På grund af de store udsving i energipriserne er olieprisen i prognosen fastlagt på baggrund af et gennemsnit af futurespriserne i ti dage forud for afslutningen af talgrundlaget d. 10. marts. Olieprisen var i begyndelsen af marts 2023 på omkring 85 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til omkring 75 dollar pr. tønde ved udgangen af 2025.

I den aktuelle situation med særlige udviklinger i prisen på gas og elektricitet tages der ligesom i Nationalbankens prognoser fra marts og september 2022 også højde for det i forbrugerpriserne på energi i denne prognose. Ligesom for oliepriserne antages gas- og elpriserne at følge futurespriserne fremadrettet. Prisen på gas antages på den baggrund at forblive omkring det aktuelle niveau på 350 kroner pr. MWh gennem 2023 og derefter falde til omkring 320 kroner pr. MWh ved udgangen af 2025. Tilsvarende antages elprisen at falde fra ca. 110 euro pr. MWh til 100 euro pr. MWh ved udgangen af 2025. Prisen på el og gas antages dermed at forblive højere end i 2019.

### Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt finanslovsforslaget i *Økonomisk Redegørelse, august 2022* og det mellemløstede forløb i *Opdateret 2025-forløb, august 2022*. Derudover tages der højde for indgåede aftaler, herunder afskaffelsen af store bededag.

Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at stige med henholdsvis 1,2, 1,1 og 1,6 pct. i 2023, 2024 og 2025. De offentlige investeringer antages at stige med 2,9 pct. i år, med 4,5 pct. til næste år og med 2,2 pct. i 2025, se tabel A1.

### Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret med 0,9 procentpoint i år og uændret i 2024 i forhold til seneste prognose, se tabel A2. Ændrede skøn for renteudviklingen og valutakurser bidrager til at dæmpe væksten i alle år. Den markante stigning i medicinalindustrien anslås isoleret set at bidrage med 0,7 procentpoint til BNP-væksten i 2023.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er nedjusteret 0,3 procentpoint i år, men opjusteret 1,9 procentpoint i 2024. Nedjusteringen i år skyldes hovedsageligt energipriser, mens højere lønstigninger trækker op. Opjusteringen i 2024 afspejler dels et mindre fald i energipriser på særligt el og gas. Det indgår under andre faktorer, da priserne på el og gas bevæger sig mere, end hvad det normale gennemslag fra oliepriser tilsiger. Derudover afspej-

ler andre faktorer også et ændret kapacitetspres i økonomien, og højere lønstigninger bidrager også til at løfte inflationen i 2024 i forhold til prognosen i september sidste år.

## Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A1

	2022	2023	2024	2025
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct., år-år	7,1	2,6	2,8	2,9
Udenlandsk pris <sup>1</sup> , pct., år-år	12,0	5,9	3,3	2,3
Udenlandsk timeløn, pct., år-år	2,9	4,5	4,9	4,0
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct., p.a.	0,3	3,3	3,3	2,8
Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a.	2,0	3,3	3,1	3,0
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	101,9	103,6	103,6	103,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	7,1	7,0	7,0	7,0
Oliepris, brent, USD pr. tønde	98,8	83,9	79,5	75,2
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct., år-år	-2,8	1,2	1,1	1,6
Offentlige investeringer, pct., år-år	0,0	2,9	4,5	2,2
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	867	861	858	863

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

**Ændringer i prognosen**

Tabel A2

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

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

## UDGIVELSER



### NYT

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



### ANALYSE

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



### RAPPORT

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



### ECONOMIC MEMO

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



### WORKING PAPER

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

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

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

Redaktionen er afsluttet  
10. marts 2023



DANMARKS  
NATIONALBANK

## KONTAKT

**Ole Mikkelsen**  
Kommunikations-  
og presserådgiver

*omi@nationalbanken.dk*  
*+45 3363 6027*

SEKRETARIAT  
OG KOMMUNIKATION