

# Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider

Presset på arbejdsmarkedet er aftaget yderligere det seneste halve år, og dansk økonomi er aktuelt i en neutral konjunktursituation. Inflationen er lav, og med udsigt til lønstigninger, der er forenelige med lav, stabil inflation, ventes inflationen at stabilisere sig lidt under 2 pct. i de kommende år. Dog kan geopolitiske og handelsmæssige risici få stor betydning for vækstudsigterne. Flere europæiske lande, herunder Danmark, har meldt ud, at der er behov for en hurtig og markant forøgelse af forsvarsudgifterne de kommende år. Hvis kapacitetspresset i Danmark øges nævneværdigt, bør det modsvares af finanspolitiske tiltag, der reducerer det tilsvarende.

## Kontakt

**Peter Nick Bøgeby Levring**  
Kommunikations- og presserådgiver  
pnbl@nationalbanken.dk  
+45 3363 6383

## Tidsforbrug

63 sider



### Udsigt til et balanceret vækstforløb og lav inflation

Beskæftigelsen er fortsat med at stige, i takt med at aktiviteten i den indenlandske del af økonomien er kommet en smule op i tempo. Dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en neutral konjunktursituation, og hovedscenariet for prognosen er et balanceret vækstforløb. Med udsigt til lønstigninger, der er forenelige med en lav, stabil inflation, ventes inflationen at stabilisere sig lidt under 2 pct. i løbet af de kommende år.



### Hvis kapacitetspresset øges nævneværdigt, bør det modsvares af tiltag, der reducerer det tilsvarende

Det er på nuværende tidspunkt uklart, i hvilket omfang øgede forsvarsudgifter herhjemme og i udlandet vil påvirke kapacitetspresset. Hvis kapacitetspresset i Danmark øges nævneværdigt, bør det modsvares af finanspolitiske tiltag, der reducerer det tilsvarende. Det skal ses i lyset af, at Danmark på nuværende tidspunkt vurderes at befinde sig i en neutral konjunktursituation.



### En markant forøgelse af forsvarsudgifterne kan udfordre de offentlige finanser

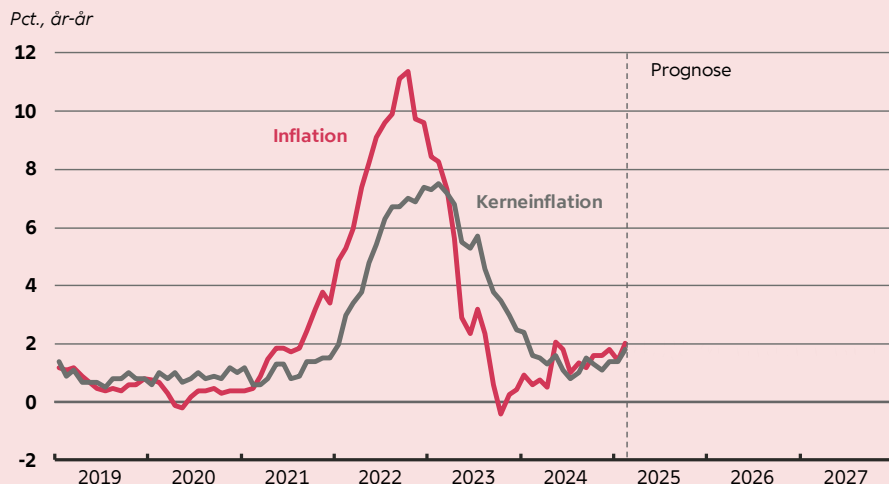
Rammerne for finanspolitikken har med succes understøttet sunde offentlige finanser, hvilket har bidraget til en stabil økonomisk udvikling og til troværdigheden om fastkurspolitikken. Det er vigtigt, at det også gør sig gældende fremadrettet.

## Hvorfor er det vigtigt?

Nationalbanken overvåger løbende dansk økonomi for at leve op til vores formål om at sikre stabile priser. Derfor vurderer vi udviklingen på en række områder og laver makroøkonomiske prognoser for at få det bedste grundlag for at vurdere, om der er ved at blive opbygget samfundsøkonomiske ubalancer. Da Nationalbankens renter er forbeholdt til at styre kronekursen, er det vigtigt, at den øvrige økonomiske politik er rettet mod at sikre en stabil økonomi – derfor giver vi anbefalinger til fx finanspolitikken.

Denne analyse er suppleret af en temaanalyse, som går i dybden med betydningen af de største danske virksomheder for udviklingen i dansk økonomi. Enkelte store, globale virksomheder står for en stigende andel af den økonomiske aktivitet, og det betyder, at BNP kan svinge mere, uden at det øger udsvingene i kapacitetsudnyttelsen tilsvarende. Dermed bliver det i endnu højere grad vigtigt at se bredt på økonomien ved tilrettelæggelsen af finanspolitikken.

## Hovedfigur: Inflationen og kerneinflationen forventes at stabilisere sig lidt under 2 pct.



Anm.: Seneste observation er februar 2025.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.



## Emner

Udsigter for dansk økonomi

Dansk økonomi

Økonomisk politik

Økonomisk aktivitet

# 01

## Kort fortalt

### Lavere lønstigninger på det private arbejdsmarked

De nye overenskomsttaftaler indeholder lavere lønstigninger på det private arbejdsmarked de næste tre år sammenlignet med de foregående aftaler. Lønstigningerne vurderes at være forenelige med lav, stabil inflation.

### Stigende beskæftigelse og lavere pres på arbejdsmarkedet

Selvom beskæftigelsen er fortsat med at stige, er presset på arbejdsmarkedet aftaget yderligere det seneste år. Aktuelt vurderes presset på arbejdsmarkedet ikke at afvige nævneværdigt fra perioden umiddelbart før pandemien, som var præget af lav inflation og moderat lønvækst.

### Udsigt til fremgang i dansk økonomi

Moderat vækst på de danske eksportmarkeder og stigende disponible indkomster giver afsæt for, at efterspørgslen i økonomien gradvist tager til. BNP løftes de kommende år i større grad end tidligere af indenlandsk produktion.

### Inflation lidt under 2 pct. de kommende år

De årsager, der i 2022 fik inflationen til at stige, vurderes at være taget af. Med udsigt til lavere lønstigninger ventes inflationen at stabilisere sig lidt under 2 pct. igennem hele prognosen.

### Dansk økonomi er i en neutral konjunktursituation

Kapacitetspresset er aftaget betydeligt de seneste år, og dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en neutral konjunktursituation. Konjunktursituationen i Danmark og euroområdet stemmer omtrent overens.

### Udsigterne for dansk økonomi er behæftet med betydelige risici

Risikobilledet knytter sig særligt til globale risici. Handelskonflikt, geopolitisk uro og svagere global vækst kan afspore fremgangen i global og dansk økonomi. Behov for yderligere militær oprustning kan øge efterspørgslen i Danmark og euroområdet.



**Hvis kapacitetspresset i Danmark øges nævneværdigt, bør finanspolitikken modsvare det med tiltag, der reducerer det tilsvarende.**

TABEL 1  
Centrale økonomiske størrelser

| Vækst i forhold til året før, pct           | 2024  | 2025* | 2026* | 2027* |
|---------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BNP (realt)                                 | 3,6   | 3,6   | 2,3   | 2,0   |
| Beskæftigelse, 1.000 personer               | 3.229 | 3.247 | 3.260 | 3.271 |
| Ledighed, brutto, 1.000 personer            | 87    | 88    | 90    | 91    |
| Betalingsbalance <sup>1</sup> , pct. af BNP | 13,1  | 13,1  | 13,5  | 13,8  |
| Offentlig saldo, pct. af BNP                | 4,2   | 2,0   | 2,2   | 2,4   |
| Huspriser <sup>2</sup>                      | 3,2   | 3,5   | 3,2   | 3,2   |
| Forbrugerpriser                             | 1,3   | 2,0   | 1,7   | 1,7   |
| Kerneinflation                              | 1,5   | 1,7   | 1,8   | 1,8   |
| Timeløn <sup>3</sup> (industrien)           | 5,4   | 3,6   | 3,4   | 3,2   |

<sup>1</sup> 2024 er baseret på offentliggørelsen af betalingsbalancens løbende poster, 11. marts 2025.

<sup>2</sup> Nominelle priser på enfamiliehuse.

<sup>3</sup> Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.

Anm.: \* angiver prognose. Offentlig saldo og huspriser i 2024 er også skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## 02

# Overblik og anbefalinger til den økonomiske politik

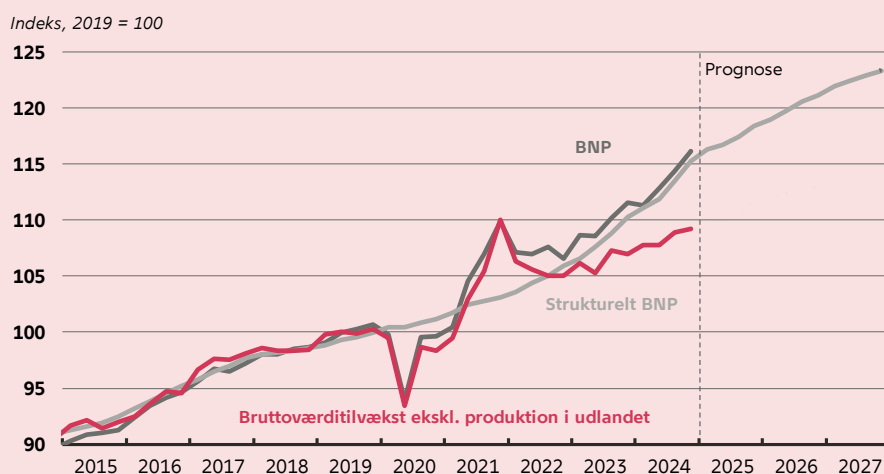
Væksten på de danske eksportmarkeder er moderat og understøttes i øjeblikket af en stærk global servicesektor, robuste arbejdsmarkeder og stigende realindkomster. Samtidig har pengepolitikken i USA og euroområdet bevæget sig tættere på et neutralt niveau. De seneste års stramme pengepolitik har medvirket til, at inflationen både herhjemme og i euroområdet igen er omkring 2 pct. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisstigninger opgjort ekskl. ændringer i prisen på energi og uforarbejdede fødevarer, er dog i både USA og euroområdet stadig på et højt niveau, hvilket bl.a. skyldes vedvarende prisstigninger på tjenesteydelser.

Væksten i dansk økonomi har de seneste år især været drevet af fremgang i eksporten af varer produceret i udlandet under dansk ejerskab, herunder medicin. Omvendt har den indenlandske efterspørgsel været svag, bl.a. som resultat af tilbageholdende husholdninger og stram økonomisk politik.

Eksporten er steget det seneste halve år, og det ser ud til i større grad end de seneste år at skyldes varer, som er produceret i Danmark. Bruttoværditilvæksten, BVT, eksklusive produktion i udlandet under dansk ejerskab, steg sidste år med 1,9 pct., se figur 1.

FIGUR 1

Dansk økonomi er i en neutral konjunktursituation



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Prognosen hviler på en række forudsætninger om bl.a. væksten i verdensøkonomien. Verdensøkonomien forventes også de kommende år at befinde sig i en situation med moderat vækst. Det ventes at resultere i yderligere fremgang for flere af de danske eksportvirksomheder, som i større grad end de seneste år forventes at bidrage til væksten i den indenlandske produktion.

Væksten i medicinalindustrien forventes fortsat at være høj og i stort omfang ske igennem danskejet produktion i udlandet. Det er også med til at holde den danske vækst oppe.

Tiltagende indenlandsk efterspørgsel forventes at understøtte dansk økonomi, i takt med at effekterne fra de pengepolitiske stramninger ebber ud i år.<sup>1</sup> Det private forbrug understøttes yderligere af forventningerne om et stadig robust dansk arbejdsmarked og fremgang i reallønnen. I 2025 ventes det danske bruttonationalprodukt, BNP, at stige med 3,6 pct., 2,3 pct. i 2026 og 2,0 pct. i 2027. Den relativt høje BNP-vækst i år skal ses i sammenhæng med genåbningen af gas- og oliefeltet Tyra, som isoleret set øger BNP med 0,5 pct.<sup>2</sup>

### Balanceret udvikling på arbejdsmarkedet og lav, stabil inflation

Beskæftigelsen er steget yderligere, i takt med at den indenlandske aktivitet også er kommet i gang. Ved udgangen af 2027 forventes beskæftigelsen at være 35.000 personer højere end ved begyndelsen af 2025.

Presset på arbejdsmarkedet er taget yderligere af det seneste år, selvom beskæftigelsen er fortsat med at stige og er historisk høj. Det skyldes bl.a., at flere ældre er blevet på arbejdsmarkedet, og at tilgangen af udenlandsk arbejdskraft er fortsat.

Det aftagende pres afspejles i, at både antallet af nye stillingsopslag og andelen af virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft, er fortsat med at falde. Samlet set vurderes det aktuelle pres på arbejdsmarkedet ikke at afvige nævneværdigt fra perioden umiddelbart før pandemien, hvor dansk økonomi var præget af en svag udvikling i forbrugerpriserne og en moderat lønvækst.

Det lavere pres på arbejdsmarkedet ses også i de netop indgåede overenskomstaftaler på det private arbejdsmarked.<sup>3</sup> Her er de aftalte lønstigninger betydeligt lavere end i de seneste overenskomstaftaler fra begyndelsen af 2023, som blev aftalt efter en periode med betydeligt pres på arbejdsmarkedet og et udbredt krav om kompensation for reallønstab blandt lønmodtagerne. Lønstigningstakterne i de nyligt indgåede aftaler vurderes i større grad end tidligere at være forenelige med lav, stabil inflation.

Inflationen herhjemme er aktuelt lav, og effekterne af de stød til dansk og international økonomi, der i 2022 fik inflationen til at stige, vurderes at være taget af. Den høje inflation skyldtes først og fremmest udefrakommende forhold, herunder særligt corona-relaterede udbuds- og efterspørgselsstød, omkostningsstød relateret til energipriser efter Ruslands invasion af Ukraine og andre internationale faktorer, som bl.a. opfanger udviklingen i udenlandske priser, efterspørgsel efter dansk eksport og ECB's pengepolitiske renter.

<sup>1</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

<sup>2</sup> Tyra-feltet har kørt på nedsat produktionskapacitet i løbet af 2024 og forventes at køre på fuld produktionskapacitet fra begyndelsen af 2025. Genåbningen af Tyra-feltet løfter beregningsteknisk væksten i BNP med 0,5 procentpoint i 2025.

<sup>3</sup> Aftalerne skal stemmes endeligt igennem af medlemmerne, før aftalerne er gældende.

Med udsigt til lønstigninger, der de kommende år er forenelige med en lav, stabil inflation, ventes inflationen at stabilisere sig lidt under 2 pct. igennem hele prognosen.

### **Udsigterne for dansk økonomi kan påvirkes af handelsmæssige risici og geopolitisk uro**

Selvom der som udgangspunkt er udsigt til et balanceret vækstforløb for dansk økonomi, er udsigterne for både dansk og global økonomi forbundet med betydelig usikkerhed. Risikobilledet knytter sig især til handelsmæssige risici og til det aktuelle trusselsbillede i Europa.

Hvis de globale handelskonflikter eller implementering af toldbarrierer eskalerer, kan det få stor betydning for verdenshandlen. Således vil en amerikansk indførelse af told på danske og europæiske varer og tjenester på 25 pct. – og europæisk gengældelsestold – reducere væksten i Danmark. Konkret peger modelberegninger på, at indførelse af told vil give et tab i dansk bruttonationalindkomst, BNI<sup>4</sup>, på omkring 1,3 pct. sammenlignet med en situation uden told.

Den aktuelle sikkerhedstrussel i Europa kan på ganske kort tid ændre de grundlæggende forudsætninger bag prognosen markant. Samtidig kan der hurtigt opstå et større og hurtigere behov for at hæve forsvarsudgifterne både herhjemme og i resten af Europa, end der er lagt til grund i prognosen. Det kan potentielt øge efterspørgslen og kapacitetspresset, presse inflationen op og føre til pengepolitiske stramninger. Oprustningen kan samtidig ende med at resultere i en større omstilling af økonomierne, hvor en større del af arbejdskraften og produktionen bliver bundet op på forsvaret.

Dansk økonomi står imidlertid godt rustet til at modstå ændringer i økonomien. Det skyldes, at der i øjeblikket ikke er tegn på, at nogen væsentlige ubalancer er under opbygning i dansk økonomi, som kan forstærke udefrakommende stød til økonomien. Sunde offentlige finanser giver desuden yderligere et godt udgangspunkt for at modstå uventede økonomiske modvinde.

### **Konjunktursituationen i Danmark og euroområdet stemmer omtrent overens**

Danmark fører fastkurspolitik, og derfor er det finanspolitikken rolle at stabilisere konjunkturudsvingene i dansk økonomi. Hvis konjunktursituationen i Danmark afviger fra euroområdet, vil pengepolitikken i Danmark typisk ikke være optimalt afstemt ud fra et makroøkonomisk perspektiv. I en sådan situation kan finanspolitikken bidrage til at sikre et hensigtsmæssigt konjunkturforløb, hvilket også vil understøtte en stabil udvikling i inflationen. Ved tilrettelæggelsen af den hjemlige finanspolitik er det således relevant at skele til konjunktursituationen i euroområdet. Forskelle i konjunktursituationen mellem Danmark og euroområdet bør afspejles i forskelle i finanspolitikken stramhedsgrad.<sup>5</sup>

Kapacitetspresset i dansk økonomi er taget betydeligt af de seneste år, og dansk økonomi vurderes at være i en neutral konjunktursituation. Det stemmer omtrent overens med ECB's vurdering af konjunktursituationen i euroområdet. Det underliggende vækstbillede for den indenlandske aktivitet i dansk økonomi er omtrent ens med forventningerne til udviklingen i euroområdet, og forventningerne til pris- og lønudviklingen forventes også gennem prognosen at være omtrent ens.



**Dansk BNP  
ventes at stige  
med 3,6 pct. i år.**

<sup>4</sup> Bruttonationalindkomst (BNI) dannes, ved at bruttonationalproduktet (BNP) tillægges formueindkomst (netto) fra udlandet, indtægter fra aflønning af ansatte (netto) fra udlandet samt produktions- og importskatter minus subsidier (netto) fra udlandet. BNI måler således et lands samlede indkomst.

<sup>5</sup> Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

### **Øgede forsvarsudgifter kan øge kapacitetspresset og udfordre de offentlige finanser**

Efter Ruslands angreb på Ukraine i 2022 har både Danmark og mange andre europæiske lande øget deres forsvarsudgifter markant. Specifikt er det herhjemme indtil videre aftalt, at forsvarsudgifterne øges til over 3 pct. af BNP i år og næste år. Flere europæiske lande, herunder Danmark, har desuden meldt ud, at der er behov for en større og markant hurtigere forøgelse af forsvarsudgifterne i de kommende år, end hvad der allerede er planlagt.

Det er på nuværende tidspunkt uklart, i hvilket omfang øgede forsvarsudgifter vil påvirke kapacitetspresset i Danmark og euroområdet, da det bl.a. afhænger af, hvor meget og hvor hurtigt forsvarsudgifterne løftes. Det afhænger også af, hvor stor en del af pengene der skal bruges på indkøb af materiel i udlandet, og hvor meget der skal bruges på fx driftsudgifter og personale. Indkøb af materiel i udlandet vurderes kun i begrænset omfang at kunne påvirke det indenlandske kapacitetspres, mens fx driftsudgifter og personale i større grad vurderes at kunne påvirke kapacitetspresset.

Hvis kapacitetspresset i Danmark øges nævneværdigt, bør det modsvares af finanspolitiske tiltag, der reducerer det tilsvarende. Det skal ses i lyset af, at Danmark på nuværende tidspunkt vurderes at befinde sig i en neutral konjunktursituation.

Rammerne for finanspolitikken har med succes understøttet sunde offentlige finanser ved at forankre den langsigtede udvikling i den kort- og mellemfristede planlægning. Sunde offentlige finanser har bidraget til en stabil økonomisk udvikling og til troværdigheden om fastkurspolitikken. Det er vigtigt, at det også gør sig gældende fremadrettet.

## Danmarks Nationalbanks anbefalinger til økonomisk politik

En markant og hurtig forøgelse af forsvarsudgifterne kan øge kapacitetspresset og udfordre de offentlige finanser.

Hvis kapacitetspresset i Danmark øges nævneværdigt, bør det modsvares af finanspolitiske tiltag, der reducerer det tilsvarende. Det skal ses i lyset af, at Danmark på nuværende tidspunkt vurderes at befinde sig i en neutral konjunktursituation.

Rammerne for finanspolitikken har med succes understøttet sunde offentlige finanser, hvilket har bidraget til en stabil økonomisk udvikling og til troværdigheden om fastkurspolitikken. Det er vigtigt, at det også gør sig gældende fremadrettet.

## 03

## Lavere aftalte lønstigninger og stabil inflation

Lønstigningerne på det private arbejdsmarked har de seneste to år været høje og var sidste år 5,4 pct. De netop indgåede overenskomstaftaler indeholder lavere aftalte lønstigninger de næste tre år. De faktiske lønstigninger, som forhandles ved efterfølgende decentrale forhandlinger i virksomhederne, forventes på nuværende tidspunkt langt hen ad vejen at følge de aftalte lønstigninger i overenskomsterne.

Inflationen var i februar 2,0 pct. og har det seneste års tid været på et lavt niveau. Den høje inflation i 2022-23 skyldtes først og fremmest udefrakommende forhold, herunder særligt corona-relaterede udbuds- og efterspørgselsstød, omkostningsstød relateret til energipriser og andre internationale faktorer. De høje lønstigninger har de seneste år været en af flere faktorer, der har påvirket dansk og international økonomi.

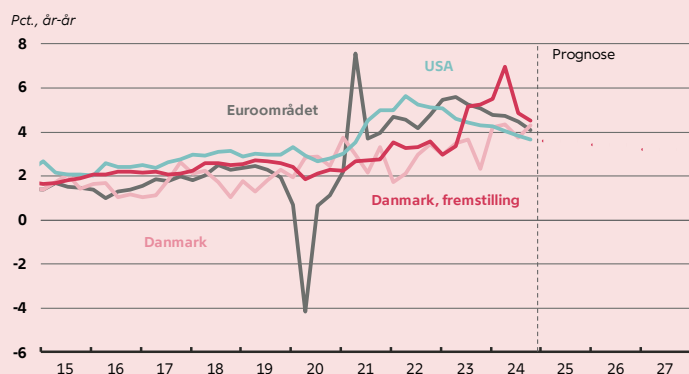
De stød, som fik inflationen til at stige, vurderes nu at være løbet igennem økonomien. Samtidig vurderes de lavere lønstigninger de kommende år ikke at skubbe yderligere til inflationen. På den baggrund forventes inflationen gennem prognosen at stabilisere sig lidt under 2 pct.

## Udsigt til lavere lønstigninger de kommende år

Lønningerne på det private arbejdsmarked i Danmark steg sidste år med 5,4 pct., se figur 2. Lønningerne steg for alvor efter den seneste overenskomstaftale i begyndelsen af 2023, som blev indgået efter en periode med betydeligt pres på arbejdsmarkedet, og hvor der i lyset af høje forbrugerprisstigninger var et udbredt krav om kompensation for reallønstab blandt lønmodtagerne.

FIGUR 2

### Lønstigningerne forventes at komme ned ...

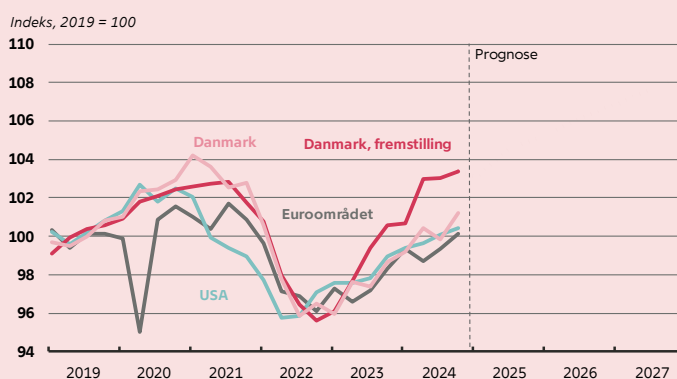


Anm.: Serien for Danmark og euroområdet viser lønsum pr. beskæftiget for hele økonomien. For USA er der anvendt *employment cost index* som lønbegreb. Mørk rød linje viser reallønnen i fremstillingsindustrien, som er det lønbegreb, som Danmarks Nationalbank anvender. Punkteret linje er Danmarks Nationalbanks prognose.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

FIGUR 3

### ... men reallønnen stiger også de kommende år



Anm.: Realløn er beregnet som nominal lønsum pr. beskæftiget/HICP-indekset for Danmark og euroområdet. For USA er der anvendt *employment cost index* som lønbegreb. Mørk rød linje viser reallønnen i fremstillingsindustrien, som er det lønbegreb, som Danmarks Nationalbank anvender. Punkteret linje er Danmarks Nationalbanks prognose.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, Eurostat, US Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

De netop indgåede overenskomstaftaler indeholder lavere lønstigninger de næste tre år end de seneste to år,<sup>6</sup> se boks 1. Det skyldes først og fremmest, at presset på arbejdsmarkedet er betydeligt lavere sammenlignet med umiddelbart før de seneste overenskomstaftaler, hvilket lægger et mindre opadgående pres på lønstigningerne end dengang, se også kapitel 4. Samtidig er inflationen kommet betydeligt ned.

De aftalte lønstigninger i overenskomstaftalerne er blot retningsvisende for de efterfølgende decentrale forhandlinger i virksomhederne, hvor størstedelen af lønudviklingen bestemmes på det private arbejdsmarked. De lokale lønforhandlinger i virksomhederne giver mulighed for at tilpasse lønudviklingen til den økonomiske udvikling og til virksomhedens egen økonomiske og konkurrencemæssige situation inden for en overenskomstperiode.

<sup>6</sup> Overenskomstaftalerne skal stemmes endeligt igennem, når der er indgået forlig på alle områder.

## BOKS 1

### Nye overenskomsttaftaler på det private arbejdsmarked

Der er i løbet af februar og marts indgået en række treårige overenskomsttaftaler, som sætter rammerne for lønudviklingen og øvrige vilkår for omkring 625.000 lønmodtagere i industrien, handel, transport, service og byggeri.

Gennembrudsforliget på industriens område lægger op til lønstigninger på lidt over 3,5 pct. i 2025 og 3,3 pct. i 2026 og 2027. Stigningerne dækker primært over en regulering af minimumslønningerne, som øges med omtrent 2,8 pct. i år og 2,5 pct. de efterfølgende to år. Dertil skønnes forhøjelser af fritvalgskontoen og arbejdsgivernes pensionsbidrag at give et bidrag til de samlede lønstigninger på knap 1 procentpoint de pågældende år.

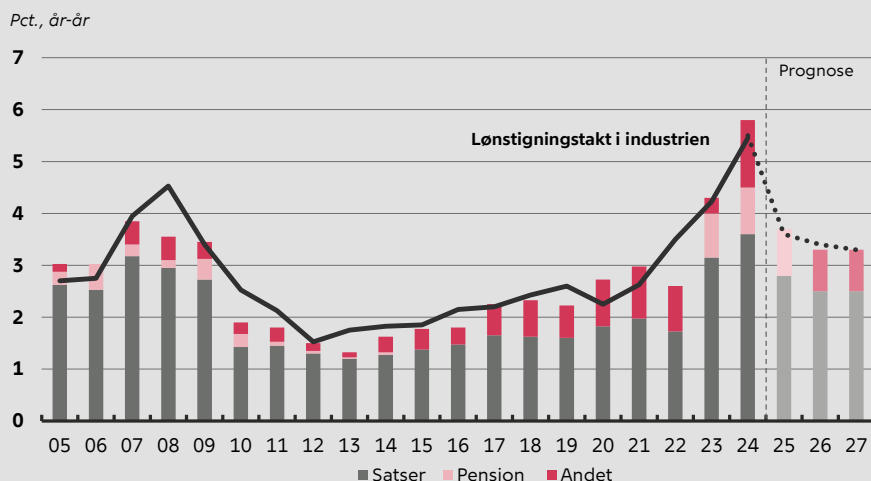
På størstedelen af den overenskomstdækkede del af det private arbejdsmarked fastsættes alene mindstebetalingssatser, fritvalgsordning og pensionsbidrag centralt. Den resterende del af lønnen forhandles lokalt og kan tilpasses den enkelte virksomheds egne vilkår, konkurrencesituation og mulighed for at tiltrække og fastholde kvalificeret arbejdskraft. Ofte følger den faktiske lønudvikling dog de aftalte lønstigninger tæt, se figuren nedenfor.

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 omkring 12 pct. over tre år. Her er der aftalt en stigning i timelønningerne på 3,3 pct. i 2025, 3,1 pct. i 2026 og 2,8 pct. i 2027 samt tilsvarende ændringer i fritvalgsordning og pensionsbetaling som i industrien, som løfter lønstigningerne med knap 1 procentpoint hvert af årene. Udfaldet på andre dele af normallønsområdet følger i store træk gennembrudsforliget på transportområdet. Overenskomsttaftalerne skal stemmes endeligt igennem, når der er indgået forlig på alle områder.

I Tyskland er de aftalte lønstigninger i de toneangivende overenskomstforhandlinger en smule lavere end de danske, og det skal ses i sammenhæng med en relativt svagere udvikling i tysk økonomi de seneste år. Den tyske centralbank, Deutsche Bundesbank, skønner, at lønningerne stiger med 2,5 pct. i år og med omtrent 2,6 pct. de efterfølgende to år.<sup>1</sup>

#### Figur

##### Referenceforløb for lønudviklingen



Anm.: Referenceforløbet består af satser, pensioner, fritvalgsordninger og andet og er opgjort ekskl. genetillæg. Referenceforløbet indeholder Industriens Overenskomst for arbejdere, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og Logistikooverenskomsten. Egne skøn for omkostningsvirkningerne af de seneste overenskomsttaftaler 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 Deutsche Bundesbank, *Forecast for Germany: Significantly gloomier growth outlook – inflation decreases to 2%*, Deutsche Bundesbank, december 2024.

Med afsæt i overenskomstaftalerne forventes lønningerne på det private arbejdsmarked at stige med 3,6 pct. i år, 3,4 pct. i 2026 og 3,2 pct. i 2027, hvilket er lavere end de foregående to år, se figur 2. De lavere 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 begyndelsen af 2026.

Udsigterne for de danske lønstigninger er i store træk på linje med de forventede lønstigninger i euroområdet, hvor ECB forventer stigninger på 3,4 pct. i 2025, 2,8 pct. i 2026 og 2,6 pct. i 2027. De danske lønstigningstakter har over en længere periode været svagere end i udlandet. Siden 2021 er lønningerne i euroområdet og USA steget med mellem 4 og 5 pct. mere end de danske målt ved lønsum pr. beskæftiget, se også figur 30 for relativ lønudvikling i Danmark og udlandet.

Forventningen til lønvæksten og forbrugerprisstigningerne i både dansk og international økonomi indebærer, at reallønnen også stiger de kommende år. Reallønnen afspejler, hvor meget forbrug lønnen kan omsættes til, og målt ved Dansk Arbejdsgiverforenings lønindeks for fremstillingsindustrien forventes reallønnen at stige med ca. 4,5 pct. i løbet af de kommende 3 år, se figur 3.

Reallønnen målt ved DA's lønindeks er aktuelt ca. 1 pct. højere end i 2021, mens reallønnen målt som samlet lønsum pr. beskæftiget fortsat ligger noget under niveauet i 2021. Sidstnævnte opgørelse er sammenlignelig med euroområdet og USA, og her er reallønnen også fortsat under niveauet fra 2021.<sup>7</sup>

#### Lav inflation det seneste år

Inflationen er siden slutningen af 2022 faldet kraftigt og var i februar 2,0 pct., se figur 4. Aktuelt bidrager prisstigninger på tjenester mest til inflationen, mens stigende fødevarer- og energipriser også bidrager, se figur 5. I februar var det direkte bidrag fra energi 0,3 procentpoint, mens tjenestepriiserne bidrog med 1,1 procentpoint til inflationen.

Også i euroområdet og USA er inflationen kommet ned fra de høje niveauer i 2022 og 2023. Inflationen var i februar 2,4 og 2,8 pct. for henholdsvis euroområdet og USA. Ligesom i Danmark bidrager især stigninger i prisen på tjenester til at trække inflationen op i euroområdet og USA, og inflationen for tjenestepriiser har i udlandet vist sig mere vedholdende end i tidligere perioder.<sup>8</sup> Energipriiserne er i euroområdet igen begyndt at stige og bidrager aktuelt til at hæve inflationen. Energipriiserne i euroområdet er fortsat betydeligt højere end i USA, hvilket skyldes, at Europa siden 2022 har været afhængig af at importere dyrere flydende gas fra bl.a. USA.<sup>9</sup>



**Lønstigningerne på det private arbejdsmarked forventes at stige med 3,6 pct. i 2025.**

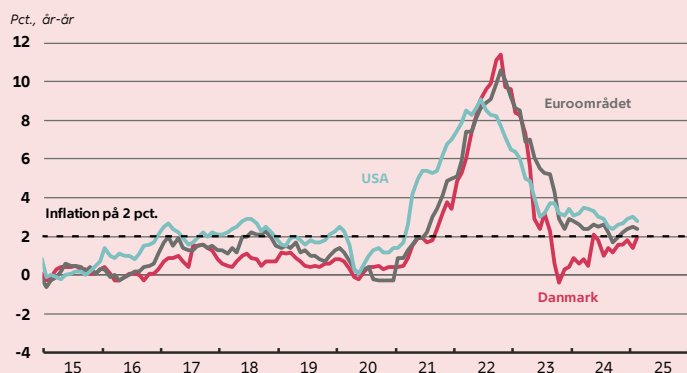
<sup>7</sup> Forskelle i udviklingen imellem de to mål for dansk realløn skyldes dels, at lønsum pr. beskæftiget dækker hele økonomien og ikke kun den private sektor, dels at målet ikke tager højde for sammensætningseffekter som fx, at flere ældre er blevet på arbejdsmarkedet.

<sup>8</sup> Se Amatyakul, Igan og Lombardi, Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation, *BIS Quarterly Review*, 2024.

<sup>9</sup> Se Victoria Branner og Marcus Ingholt, Danmark risikerer en periode med større udsving i energipriser, som vil påvirke inflation og pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 15, november 2023.

FIGUR 4

Den overordnede inflation er højere i euroområdet og USA end herhjemme

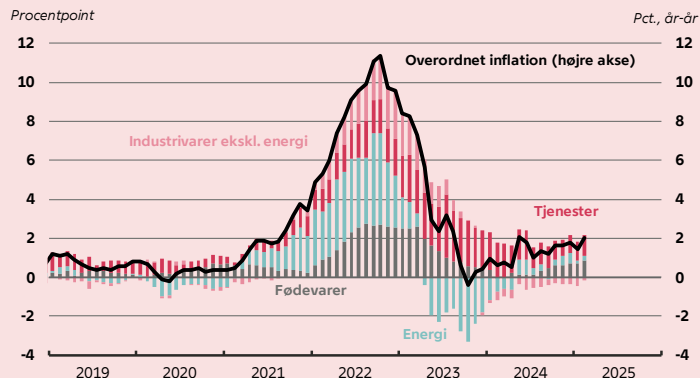


Anm.: HICP-inflation for Danmark og euroområdet. CPI-inflation for USA. Seneste observation er februar 2025.

Kilde: Macrobond.

FIGUR 5

Tjenestepriser bidrager i øjeblikket mest til inflationen, men bidraget fra energi og fødevarer er tilsammen næsten lige så stort



Anm.: Dekomponering af HICP-inflationen. Seneste observation er februar 2025.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

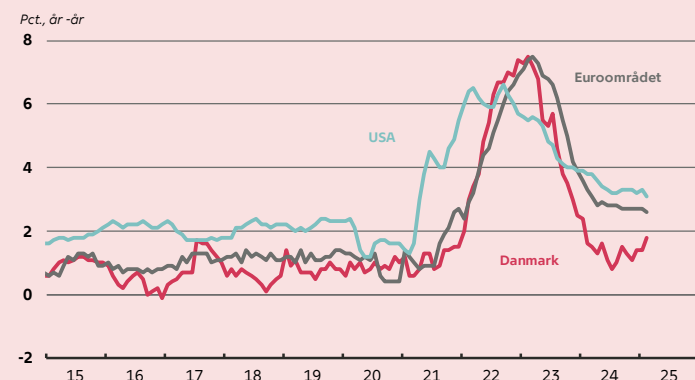
Samlet set har inflationen i Danmark været på et lavt niveau det seneste år. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisstigninger opgjort ekskl. ændringer i prisen på energi og uforarbejdede fødevarer, er en smule højere end i perioden, før inflationen tog til, og var i februar 1,8 pct., se figur 6. Kerneinflationen er aktuelt betydeligt højere i både USA og euroområdet, hvor den i februar var henholdsvis 3,1 og 2,6 pct. Den højere kerneinflation i euroområdet i forhold til Danmark skyldes bl.a., at prisstigningstakten på tjenester har været mere vedholdende end herhjemme. Kerneinflationen i USA holdes aktuelt oppe af høj efterspørgsel og høje prisstigninger på især tjenesteydelser.

Selvom det direkte bidrag fra energi ikke indgår i kerneinflationen, spiller udviklingen i energipriserne stadig en rolle gennem indirekte effekter.<sup>10</sup> Siden 2021 har udviklingen i prisen på energi spillet en central rolle for udviklingen i inflationen, og modelberegninger indikerer, at kerneinflationen i Danmark aktuelt stadig holdes nede af negative indirekte bidrag fra energi, se figur 7. Omvendt bidrager den aktuelle konjunktursituation kun i begrænset omfang til at hæve kerneinflationen herhjemme.

<sup>10</sup> Indirekte energieffekter i kerneinflationen dækker over, at stigende energipriser indirekte påvirker priserne bredt i økonomien, da energi er en vigtig inputomkostning i varer og tjenester.

FIGUR 6

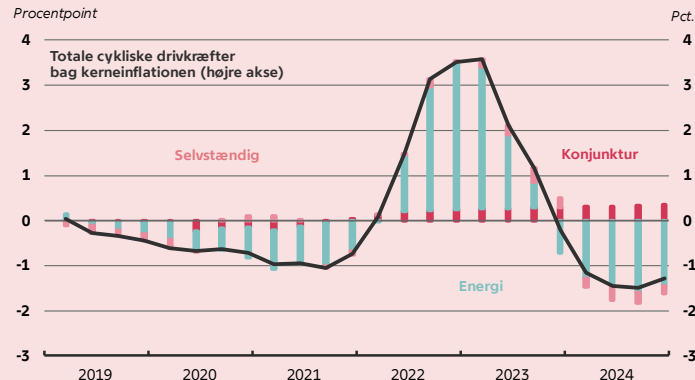
### Kerneinflationen er lav i Danmark, men højere i euroområdet og USA



Anm.: HICP-kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. prisændringer på energi og uforarbejdede fødevarer, for Danmark og euroområdet. For USA vises CPI-kerneinflationen. Seneste observation er februar 2025.  
Kilde: Macrobond.

FIGUR 7

### Det indirekte bidrag fra udviklingen i energipriser trak inflationen ned i 2024



Anm.: For en nærmere beskrivelse, se Christoffer J. Weissert, Trends og cykler i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 3, maj 2024.  
Kilde: Egne beregninger på baggrund af Christoffer J. Weissert, Trends og cykler i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 3, maj 2024.

### Lønudviklingen har været en begrænset drivkraft bag inflationen ...

Samspeilet mellem løn og forbrugerpriser er væsentligt for udviklingen i inflationen. Den høje inflation og udhuling af reallønnen i 2022 resulterede sammen med et forhøjet pres på arbejdsmarkedet i høje lønstigninger i 2023 og 2024. Det øgede risikoen for, at der ville ske et skred i inflationsforventningerne, og at pris- og løntilpasningen ville forlænge perioden med høj inflation. Der er aktuelt ikke tegn på, at den risiko har materialiseret sig.

Det er først og fremmest udefrakommende forhold, der har drevet inflationen de seneste år, herunder særligt corona-relaterede udbuds- og efterspørgselsstød, omkostningsstød relateret til energipriser samt andre internationale faktorer, se boks 2.<sup>11</sup> Lønstigningerne har ligesom prisstigningerne været drevet af disse forhold, men de har ikke i sig selv været en nævneværdig drivkraft bag inflationen. Det er ikke det samme, som at lønstigningerne ikke har spillet en rolle for udviklingen i forbrugerpriserne, og var lønningerne ikke steget i samme omfang, som de har gjort de seneste to år, ville inflationen også have været lavere.

### ... men lønudviklingen spiller stadig en rolle for udviklingen i inflationen

Højere lønstigninger har stadig spillet en rolle for gennemslaget fra de seneste års forstyrrelser i økonomien til inflationen. Det ses bl.a. i en dekomponering af virksomhedernes salgspriser, se figur 8. Den viser, at bidraget fra enhedslønomkostninger – dvs. lønomkostninger pr. produceret enhed – til danske virksomheders salgspriser blev forøget i 2023 og har stået for det primære bidrag til udviklingen i 1. halvår 2024. Set over de seneste år har enhedsindtjening udgjort et større bidrag til salgspriserne end lønningerne, hvor bl.a. faldende materialepriser gav rum til stigende indtjening. Aktuelt bidrager stigende materialepriser til virksomhedernes salgspriser, hvorimod dekomponeringen indikerer, at effekten fra højere lønninger er aftaget.

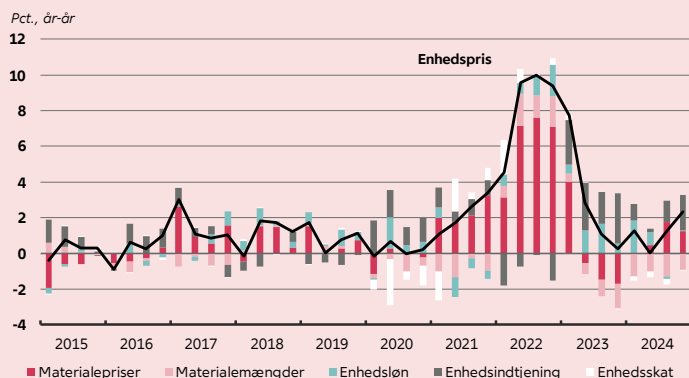
<sup>11</sup> Udviklingen i pris- og løninflationen svarer til et klassisk tilpasningsforløb til udefrakommende udbudsstød, se også boks 3 i Danmarks Nationalbank, Udsigt til en stabil prisudvikling i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, september 2024.



**Der er aktuelt ikke tegn på, at risikoen for, at pris- og løntilpasningen ville forlænge perioden med høj inflation, har materialiseret sig.**

FIGUR 8

### Bidraget fra lønninger er aftaget

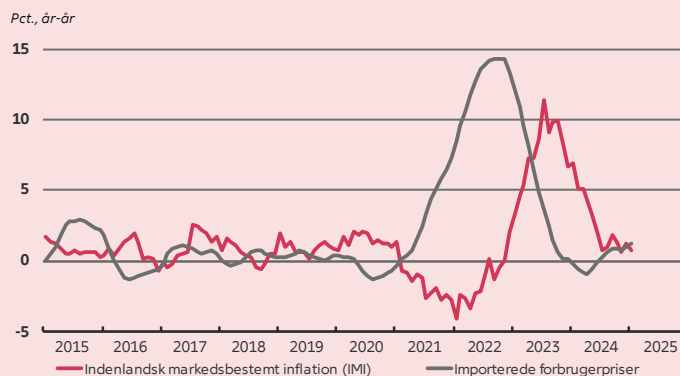


Anm.: Dekomponering af deflatoren for produktionsværdi i private byerhverv ekskl. forsyning og transport. Dermed er der set bort fra landbrug, råstofindvinding, forsyning og transport, hvor prisdannelsen er kendetegnet ved kun i beskedent omfang at afspejle indenlandske forhold, samt den offentlige sektor, hvor den opgjorte prisudvikling i stort omfang er importeret og ikke afspejler en markeds-mæssig prisdannelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

FIGUR 9

### Inflationen i de indenlandske priser har været lav siden sommer 2024



Anm.: Indenlandsk markedsbestemt inflation (IMI) fraregner direkte og indirekte ændringer i prisen på energi og importerede varer samt prisstigninger på uforarbejdede fødevarer, husleje og administrerede priser opgjort uden skatter. Seneste observation er januar 2025.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Andre indikatorer peger også på, at gennemslaget fra forstyrrelserne af økonomien til inflationen også er sket gennem højere lønstigninger. Prisdækningen i det såkaldte indenlandske markedsbestemte indeks for forbrugerpriserne (IMI) var i 2. halvår 2023 og i 1. halvår 2024 høj, hvilket vurderes at afspejle de høje lønstigninger og derigennem transmissionsmekanismen fra de seneste års stød til dansk og international økonomi, se figur 9.<sup>12</sup> IMI forsøger at rense for den del af prisudviklingen i det samlede forbrugerprisindeks, der ikke bestemmes af forhold i den danske markedsøkonomi (fx importpriser og direkte og indirekte effekter fra energipriser), og IMI udtrykker derfor en renere sammenhæng mellem udviklingen i danske lønninger, efterspørgsel og inflation.<sup>13</sup> Årstigningstakten i IMI har været lav siden midten af 2024 og lå i januar på 0,7 pct.

<sup>12</sup> IMI-inflationen har det seneste halvandet år været højere end fx prisinflationen på importerede varer. Den højere inflation i IMI er dog ikke nødvendigvis et udtryk for et kraftigt gennemslag fra lønninger til priser, men kan også afspejle et forsinket gennemslag fra ovennævnte drivkræfter bag den overordnede inflationsudvikling. Da energi- og importpriser fraregnes i beregningen af IMI, vil der alt andet lige i en situation med fx stigende energipriser rent mekanisk ske et fald i IMI, og omvendt vil IMI stige, når energipriserne falder. Dette kan foruden en spejlvendt effekt på IMI også komme til udtryk som en forsinkelseffekt som fx i figur 9.

<sup>13</sup> IMI udtrykker den del af prisen på de varer og tjenester, som produceres på markeds-vilkår, der alene kan henføres til danske markedsforhold. Ud over at fraregne de direkte og indirekte bidrag fra ændringer i prisen på energi og importerede varer og tjenester fra nettoprisudviklingen fraregnes også ændringer i prisen på uforarbejdede fødevarer, husleje og administrerede priser. Det tydeliggør den rene indenlandske prisudvikling og hænger tættere sammen med udviklingen i danske lønninger og efterspørgselssituationen mv.

## BOKS 2

### Inflationen har været drevet af corona-relaterede udbuds- og efterspørgselsstød, energipriser samt andre internationale faktorer

Danmarks Nationalbanks DSGE-model kan bruges til at belyse drivkræfterne bag inflationsudviklingen i Danmark, fordi modellen giver mulighed for at skelne mellem *årsager* til og *sammenhænge* i den økonomiske udvikling. Herved kan modellen være nyttig til konjunkturvurdering, da den kan bruges til at dekomponere udviklingen i målbare makroøkonomiske variable i bidrag fra forskellige uobserverbare drivkræfter.

Ifølge modellen har inflationsudviklingen siden 2020 primært været drevet af tre udefrakommende faktorer, se figuren nedenfor: 1) corona-pandemien, 2) omkostningsstød og 3) internationale faktorer, som bl.a. opfanger udviklingen i udenlandske priser, efterspørgsel efter dansk eksport og ECB's pengepolitiske renter. Lønudviklingen har derimod kun i meget lille grad været årsag til inflationen.

Corona-pandemien rammer i 1. kvartal 2020 og bidrager gradvist mere til inflationen i takt med genåbningen af dansk økonomi. Fra udgangen af 2023 bliver stødbidraget negativt og trækker inflationen ned.<sup>1</sup> Gennem 2022 havde omkostningsstød en positiv effekt på inflationen, mens stødbidraget vender og dæmper inflationen fra 2023. Stødet fanger således i høj grad udviklingen i energipriser efter Ruslands invasion af Ukraine.<sup>2</sup> Internationale faktorer bidrager i starten af perioden negativt til inflation, mens bidraget vender fra 2023. De store bidrag fra internationale faktorer gennem 2024 skyldes særligt, at den akkumulerede stigning i udenlandsk inflation isoleret set forbedrer dansk konkurrenceevne over tid i modellen.<sup>3</sup> I forhold til de store bidrag fra andre stød har indenlandske efterspørgsels- og udbudsstød ifølge modellen haft en begrænset effekt på inflationsudviklingen, omend indenlandske efterspørgselsstød bidrog positivt til inflation i 2020-21. De positive bidrag kommer dog i overvejende grad fra impulsen fra stød til indenlandsk efterspørgsel, som ramte økonomien før 2020.

Modellen indeholder også stød til løn-Phillips-kurven, men disse har haft begrænset virkning på inflationsudviklingen i Danmark. Stødet skal fortolkes som et stød til lønnen, ud over hvad der kan forklares af de historiske sammenhænge mellem løn og udviklingen i økonomien som bestemt af løn-Phillips-kurven. Ifølge modellen har lønnen siden 2020 således i høj grad reageret, som den plejer på de underliggende stød, der har ramt økonomien, og ikke særskilt bidraget til at øge inflationspresset.

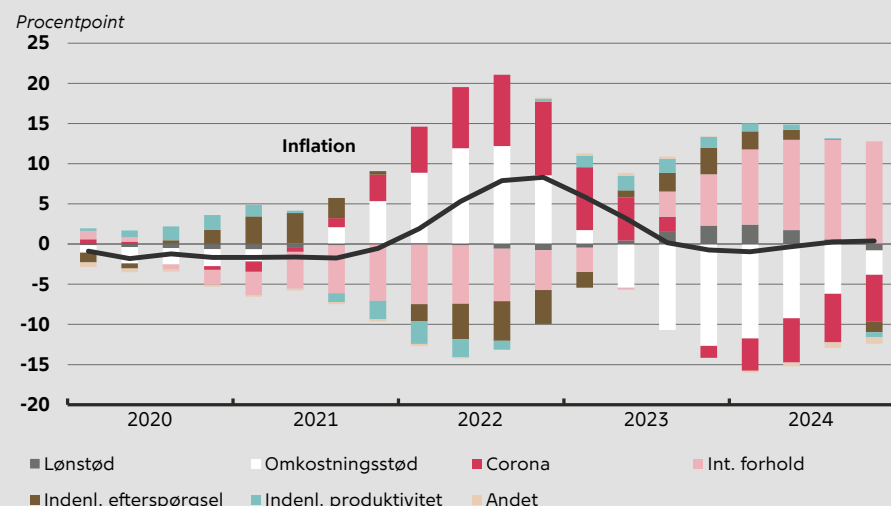
Det er ikke det samme, som at lønstigningerne ikke har spillet en rolle for udviklingen i forbrugerpriserne. De høje lønstigninger har i stedet spillet en rolle for transmissionsmekanismen fra de seneste års stød til dansk og international økonomi over til inflationen. Var lønningerne derfor ikke steget i samme omfang, som de har gjort de seneste to år, ville inflationen også have været lavere.

Fortsættes ...

... fortsat

Figur

#### Støddekomponering af cykliske drivkræfter bag forbrugerprisinflationen



Anm.: Figuren viser en historisk støddekomponering af den cykliske del af forbrugerprisinflation i DSGE-modellen siden 2020. Hver søjle viser bidraget til inflationen i et givet kvartal fra de forskellige stød, hvor bidragene ikke kun kommer fra nye stød i kvartalet, men også impulsen fra tidligere stød, som fortsat påvirker økonomien. Stødbidragene vises, ved at samme typer af stød grupperes til ét samlet bidrag.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmark Nationalbanks DSGE-model. DSGE står for *dynamic stochastic general equilibrium*. Modellen inkluderer fundamentale drivkræfter bag konjunkturudviklingen, såkaldte strukturelle stød. Modellen er en reestimeret udgave af DSGE-modellen udviklet i Jesper Pedersen og Søren Hove Ravn, *What Drives the Business Cycle in a Small Open Economy? Evidence from an Estimated DSGE Model of the Danish Economy*, *Danmarks Nationalbank Working Papers*, nr. 88, december 2013. Den reestimerede udgave er estimeret på data fra 1995-2022 og udvidet med bl.a. et corona-stød.

<sup>1</sup> Corona-pandemien modelleres som ekstraordinære stød gennem perioden 2020-22, som genererer bevægelser i modellens normale stød. Fremgangsmåden er baseret på metoden af Filippo Ferroni, Jonas D.M. Fisher og Leonardo Melosi, *Unusual shocks in our usual models*, *Journal of Monetary Economics*, vol. 147, 2024.

<sup>2</sup> Omkostningsstødet dækker over to stød: stød til pris-Phillips-kurven og stød til importpriser. Stød til pris-Phillips-kurven er stød, som påvirker inflationen, ud over hvad der kan forklares af ændringer i virksomhedernes marginale omkostninger, der bestemmes af løn, kapitalomkostninger og produktivitet. Stødet vil derfor opfange ændringer i fx materialeomkostninger. Ifølge modellens estimater samvarierer stødet til pris-Phillips-kurven i høj grad med energipriser. Stødet til importpriser opfanger ændringer i importpriser, ud over hvad der kan forklares af udviklingen i udenlandske priser.

<sup>3</sup> Internationale faktorer opfanger bl.a. udviklingen i udenlandske priser, efterspørgsel efter dansk eksport og ECB's pengepolitiske renter. Internationale faktorer inkluderer ikke udsving i priser, der indgår i danske virksomheders produktion, som fx råvarepriser.

#### Udsigt til, at inflationen forbliver stabil og lidt under 2 pct. de kommende år

Siden inflationen toppede på over 11 pct. i oktober 2022, er inflationen igen lav og stabil. Det skyldes dels, at de stød, som fik inflationen til at stige, er løbet igennem økonomien, dels at centralbankerne har reageret med kraftige rentestigninger. I euroområdet peger flere mål for inflationsforventningerne på

en inflation tæt på 2 pct.,<sup>14</sup> og Nationalbankens nye forventningsundersøgelse peger på, at inflationsforventningerne blandt husholdningerne herhjemme er stabile, se boks 3. I fravær af yderligere stød til økonomien er der de kommende år udsigt til, at inflationen vil være lav og stabil og være lidt under 2 pct.

De nyligt indgåede overenskomstforhold vurderes også at indebære lønstigninger, der de kommende år er forenelige med en lav og stabil inflation. Den indenlandske lønudvikling forventes på den baggrund ikke at puste til inflationen. Inflationen ventes i løbet af i år at stige til 2,0 pct. for at ende på 1,7 pct. i både 2026 og 2027, se figur 10. Kerneinflationen ventes at stige fra 1,5 pct. i 2024 til 1,7 pct. i 2025. I 2026 og 2027 forventes kerneinflationen at være 1,8 pct.

Prisen på energi er steget kraftigt i slutningen af 2024 og starten af 2025.<sup>15</sup> De højere energipriser hæver samlet set inflationen med 0,2 procentpoint i år. Samtidig er prisstigningerne på fødevarer og øvrige importerede varer og tjenester også taget til, og det bidrager også til at hæve inflationen i løbet af i år. Omvendt har inflationen i 2. halvår 2024 været holdt nede af et lavt indenlandsk prispres, som også forventes at være lavt i 2025. I 2026 og 2027 forventes den indenlandsk markedsbaserede inflation fortsat at være lav og stabil.

Den forventede inflation i Danmark er samlet set en smule lavere, end hvad andre institutioner forventer inflationen vil blive i euroområdet. ECB's prognose for euroområdet fra marts viser fx en stigning i forbrugerpriserne på 2,3 pct. i år, 1,9 pct. til næste år og 2,0 pct. i 2027.

Den lavere inflation herhjemme skal bl.a. ses i lyset af den mere vedholdende stigning i tjenestepriiserne i euroområdet. Samtidig kan strukturelle forskelle i Danmark og euroområdet bidrage til forskelle i inflationsniveauet. Den lidt lavere forventede inflation i Danmark i forhold til euroområdet kan bl.a. også ses i lyset af såkaldt *priskonvergens*, som betyder, at prisniveauerne mellem Danmark og euroområdet på lang sigt vil nærme sig hinanden. Fastkurspolitikken over for euroen skaber grundlaget for, at Danmark over tid har samme inflation som i euroområdet. Men den lavere inflation i Danmark kan i tilfælde af langsigtet priskonvergens skyldes, at det danske prisniveau historisk har været højere end prisniveauet i euroområdet - og aktuelt også er det.<sup>16</sup> Analyser peger på, at priskonvergens har bidraget til at dæmpe dansk inflation over for euroområdet gennem de seneste ti år.<sup>17</sup>



**Inflationen forventes at stabilisere sig lidt under 2 pct.**

<sup>14</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

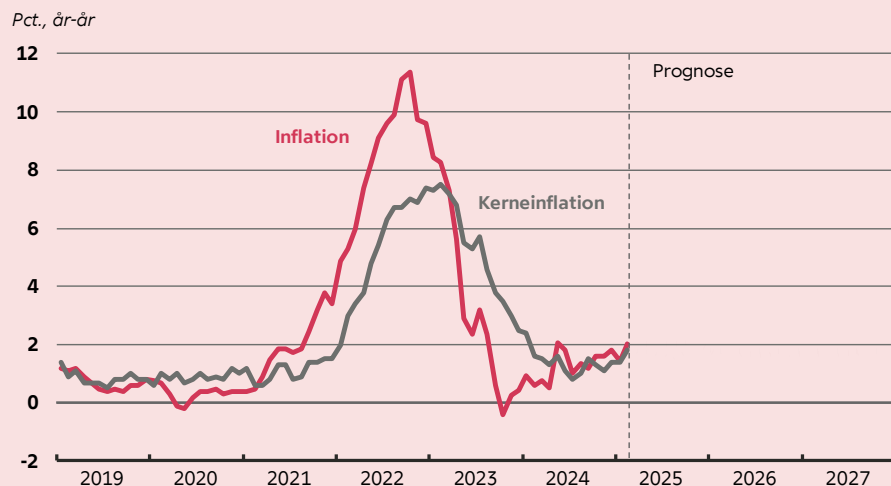
<sup>15</sup> Spotpriserne på el og gas er steget med henholdsvis 52 pct. og 70 pct. i januar -marts 2025 i forhold til de samme tre måneder for et år siden. Spotpriserne slår igennem på forbrugerpriserne med et vist lag, se også Danmarks Nationalbank, Presset i økonomien bør dæmpes, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 11, september 2022.

<sup>16</sup> Se bl.a. Konkurrence- og forbrugerstyrelsen, *Prisniveauet i Danmark, Velfungerende markeder*, nr. 77, november 2024.

<sup>17</sup> Se Mose Jensen, Højt prisniveau bidrager til lavere inflation i Danmark end i euroområdet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2025.

FIGUR 10

**Inflationen og kerneinflationen forventes at stabilisere sig lidt under 2 pct.**



Anm.: Seneste observation er februar 2025.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### BOKS 3

#### Forventninger om aftagende inflation

Forventningerne til fremtiden har stor betydning for, hvordan løn- og prisudviklingen rent faktisk bliver. Det hænger bl.a. sammen med, at arbejdsgivere tager bestik af de fremtidige omkostninger (fx lønninger) og salgspriser, når produktionen skal fastlægges. Og tilsvarende indgår forbrugernes forventninger til fremtidige priser (sammen med den aktuelle løn og de aktuelle priser) i deres forbrugsbeslutninger. Inflationsforventningerne spiller på den måde en væsentlig rolle for udviklingen i økonomien.<sup>1</sup>

Inflationsforventningerne er sværere at opgøre end den faktiske inflation. Derfor begyndte Nationalbanken i oktober 2024 en månedlig, spørgeskemabaseret undersøgelse af danskernes forventninger til centrale økonomiske forhold. Her spørges der bl.a. til den opfattede inflation i dag og den forventede inflation om både et år og om tre år. I 4. kvartal var medianopfattelsen af den faktiske inflation 3 pct., hvorimod den faktiske inflation ved HICP blev opgjort til 1,7 pct.

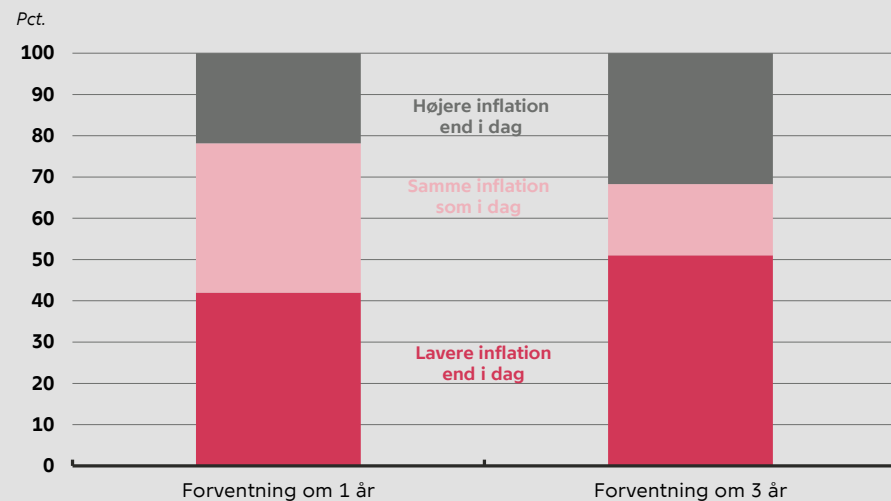
Tidligere studier af husholdningers inflationsforventninger har vist, at det kan være informativt at betragte udviklingen i forventningerne frem for deres præcise niveau.<sup>2</sup> I 4. kvartal 2024 forventede omkring en tredjedel af undersøgelsens deltagere, at inflationen om et år ville være på samme niveau, som den er i dag, se boksens figur. Ca. 40 pct. forventede, at inflationen ville være lavere end i dag, og ca. 20 pct. forventede, at inflationen ville være højere. Samlet set indikerer disse tal, at danskerne forventede lidt aftagende inflation om et år i forhold til det aktuelle niveau. Et lignende billede genfindes for forventningen til inflationen om tre år, hvor der dog er lidt færre, der forventer præcis samme inflation som i dag, og lige over halvdelen forventer, at inflationen vil være lavere. Samlet set indikerer forventningerne på de to tidshorisonter, at inflationsforventningerne er forankret omkring det aktuelle inflationsniveau.

Fortsættes ...

... fortsat

#### Figur

Flere forventer, at inflationen vil blive den samme eller lavere, end den er i dag



Anm.: Figuren viser de opgjorte andele af respondenterne i Nationalbankens forventningsundersøgelse, der i 4. kvartal 2024 mente, at inflationen ville blive henholdsvis højere, præcis den samme eller lavere, end de mente, at inflationen var, da de blev spurgt. Der er lidt over 3.000 besvarelser i opgørelserne. Besvarelsene er vægtet på baggrund af respondenternes karakteristika for at afspejle befolkningen i Danmark.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

<sup>1</sup> Se kapitel 5, Inflationsforventningerne er stadig velforankrede, i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023.

<sup>2</sup> Se Kim Abildgren og Andreas Kuchler, Revisiting the inflation perception conundrum, *Journal of Macroeconomics*, vol. 67, issue C, artikel nr. 103264, 2021.

## 04

## Udsigt til et balanceret vækstforløb i dansk økonomi

Kapacitetspresset i dansk økonomi er aftaget betydeligt de seneste år. Selvom beskæftigelsen er fortsat med at stige det seneste år, er presset på arbejdsmarkedet taget yderligere af, og det vurderes ikke at afvige nævneværdigt fra perioden umiddelbart før pandemien, hvor dansk økonomi var præget af en svag udvikling i forbrugerpriserne og moderat lønvækst. Det lavere pres på arbejdsmarkedet skal ses i lyset af en betydelig udvidelse af arbejdsstyrken.

Der er tegn på, at fremgangen blandt de danske eksportvirksomheder i større grad end de seneste år har været drevet af produktion også inden for landets grænser og uden for medicalsektoren. Den indenlandske efterspørgsel er imidlertid stadig svag, og det private forbrug har været omtrent uændret det seneste år.

Aktiviteten i dansk økonomi forventes også de kommende år at blive understøttet af medicinalindustrien og dens produktion i udlandet under dansk ejerskab. Den indenlandske efterspørgsel ventes gradvist at tage til i løbet af i år, hvor moderat vækst på de danske eksportmarkeder bidrager til fremgang i erhvervsinvesteringerne. Det private forbrug understøttes af forventningerne om et stadig robust dansk arbejdsmarked og yderligere fremgang i reallønnen.

Beskæftigelsesvæksten forventes at gå lidt ned i tempo og at udvikle sig omtrent på linje med den historiske sammenhæng med udviklingen i den indenlandske aktivitet.

## Dansk økonomi kører i flere tempi

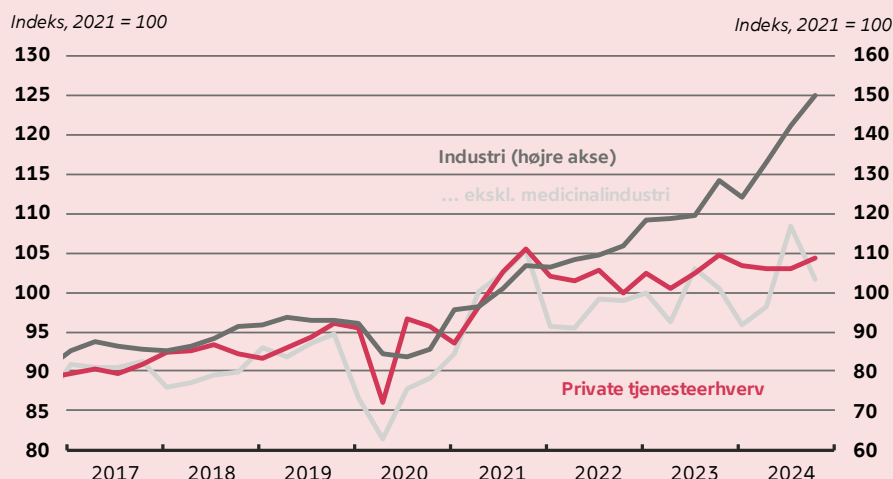
Dansk økonomi har været karakteriseret ved en todeling siden begyndelsen af 2022, se figur 11. På den ene side har de fleste dele af dansk økonomi været igennem en vækstpause, mens der på den anden side har været betydelig fremgang inden for især industrien og produktionen af medicin, som i høj grad er blevet produceret på udenlandske fabrikker. Målt ved BNP er dansk økonomi vokset med lidt over 8 pct. siden begyndelsen af 2022, men ses der bort fra produktion i udlandet under dansk ejerskab, vurderes aktiviteten inden for landets grænser kun at være steget med ca. 2,8 pct. i samme periode. Vækstafdæmpningen inden for landets grænser har betydet, at presset i dansk økonomi er aftaget betydeligt, og dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en neutral konjunktursituation.



**Dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en neutral konjunktursituation.**

FIGUR 11

**Bruttoværditilvæksten i industrien trækkes stadig især af medicinalproduktionen, mens fremgangen i de private tjenesteehverv er udeblevet**



Anm.: Bruttoværditilvækst.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Væksten i dansk økonomi drives i stigende grad af få, store globale virksomheder. Den stigende betydning af de største danske virksomheder kan potentielt øge udsvingene i dansk produktion og gøre BNP til en mindre informativ indikator med henblik på at vurdere kapacitetsudnyttelsen og identificere vendepunkter i dansk økonomi.<sup>18</sup>

Todelingen af dansk økonomi er fortsat i løbet af 2024, men i mindre grad end de seneste år. Hele dansk økonomi voksede sidste år med 3,6 pct., og ses der bort fra produktion i udlandet under dansk ejerskab, vurderes aktiviteten inden for landets grænser at være steget med 1,9 pct. Fremgangen i den indenlandske aktivitet vurderes både at være drevet af stigende medicinalproduktion inden for landets grænser og af en mere bredt funderet fremgang blandt de danske eksportvirksomheder, se også figur 28 og 29 i kapitel 5. Det afspejles også i

<sup>18</sup> Se Simon Juul Hviid, Rasmus Rold Sørensen, Morten Spange, Tobias Renkin og Mia Renee Herløv Jørgensen, Stigende betydning af de største virksomheder, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, marts 2025.

bruttoværditilvæksten i industrien eksklusive medicinalindustri, som vurderes at være steget med 1,2 pct. i 2024.

Den mere bredt funderede fremgang har medvirket til at øge erhvervsinvesteringerne, til trods for at de højere renter vurderes at have dæmpet investeringslysten. Væksten i dansk BNP holdes imidlertid stadig nede af svag udvikling i serviceerhvervene, og det private forbrug har det seneste år også udviklet sig svagt til trods for stigende indkomster og et fortsat stærkt arbejdsmarked. Det svage private forbrug betyder, at den indenlandske efterspørgsel har udviklet sig svagt, hvorimod den samlede efterspørgsel i økonomien er steget som resultat af den høje eksport.

### Fortsat fremgang i beskæftigelsen

Fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat det seneste halve år, og lønmodtagerbeskæftigelsen er steget med 34.000 personer igennem 2024, mens ledigheden er steget i et svagt tempo, se figur 12 og 13. Selvom ledigheden er steget de seneste år, er den i historisk sammenhæng fortsat på et lavt niveau.

Beskæftigelsesfremgangen er den seneste tid sket på tværs af brancher og især inden for *industrien* og *offentlig administration*. Beskæftigelsen er i de to brancher steget med henholdsvis 6.000 og 4.500 personer det seneste år. Beskæftigelsesfremgangen i industrien skal ses i sammenhæng med de seneste års høje aktivitetsvækst, og industrien står for ca. 15 pct. af den samlede stigning i beskæftigelsen siden begyndelsen af 2022.

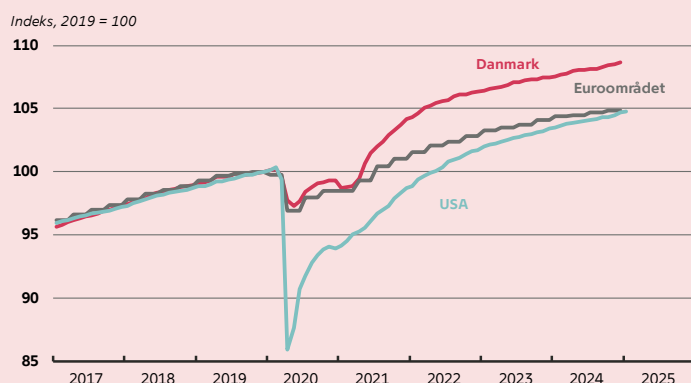
På de europæiske arbejdsmarkeder fortsætter beskæftigelsesfremgangen også, men i et lidt lavere tempo end i Danmark. Fremgangen i beskæftigelsen i euroområdet har generelt været svagere end i Danmark, hvilket skal ses i lyset af, at væksten og efterspørgslen i euroområdet samlet set har været svagere i årene efter pandemien. Derimod fortsætter væksten i beskæftigelsen i USA i et lidt højere tempo end i Danmark, hvilket er understøttet af en stadig stærk efterspørgsel i amerikansk økonomi og stor tilstrømning af udenlandsk arbejdskraft.



**Lønmodtager-  
beskæftigelsen steg  
i løbet af sidste år  
med 34.000 personer.**

FIGUR 12

### Beskæftigelsen stiger fortsat i Danmark og udlandet

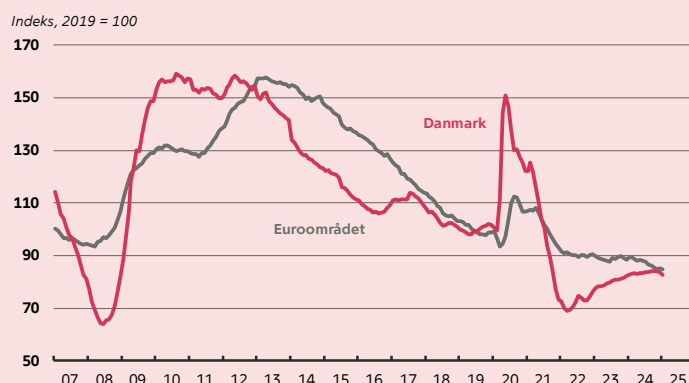


Anm.: For Danmark og USA vises lønmodtagerbeskæftigelsen, for euroområdet vises den samlede beskæftigelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

FIGUR 13

### Herhjemme stiger ledigheden langsomt fra et lavt niveau, mens den er faldet svagt i euroområdet



Anm.: For Danmark vises den registerbaserede ledighed. Ledigheden for euroområdet er spørgeskemabaseret (Labour Force Survey).

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og egne beregninger.

Udviklingen på arbejdsmarkedet dækker over store underliggende bevægelser, hvor mange personer enten skifter job, mister deres job eller kommer i arbejde efter en periode som ledige eller uden for arbejdsstyrken.

Beskæftigelsesvæksten er siden pandemien især drevet af stor tilgang af personer uden for arbejdsstyrken, som har fundet et arbejde. Det skyldes bl.a. tilgang af udenlandsk arbejdskraft, men også at flere danskere uden for arbejdsmarkedet er kommet i arbejde. Antallet af personer, der har været uden for arbejdsmarkedet og træder ind i beskæftigelse, er dog faldet støt de seneste par år og er aktuelt igen omtrent på niveau med perioden før pandemien, se figur 14.

Den generelle beskæftigelsesfremgang siden pandemien er blevet holdt yderligere oppe af, at flere ledige finder job, og at færre af de beskæftigede bliver ledige, se figur 15.<sup>19</sup> Den lave grad af jobseparation kan både dække over, at tilknytningen mellem arbejdstager og arbejdsplads har været relativt stærk, eller at personer, der har mistet deres arbejde, hurtigt har kunnet finde et andet arbejde uden at blive ledige. Den høje andel af ledige, der finder job, kan samtidig hænge sammen med, at efterspørgslen efter arbejdskraft har været meget høj, og at realindkomsten fra bl.a. overførsler er blevet udhulet markant. Kombination af en lav grad af jobseparation og høj grad af ledige, der finder job, er en forudsætning for vedvarende høj beskæftigelse.

Selvom beskæftigelsen aktuelt stadig stiger, tegner de underliggende bevægelser dermed et billede af et gradvist mere afdæmpet arbejdsmarked, og den seneste periode nærmer sig en tilstand på lige fod med før pandemien. Det ses også i bl.a. *jobomsætningen*, dvs. andelen af personer, der starter i et nyt job, som aktuelt er lavere end før pandemien.

FIGUR 14

**Antal personer uden for arbejdsstyrken, der kommer i beskæftigelse, har været ekstraordinært højt men er aftaget**

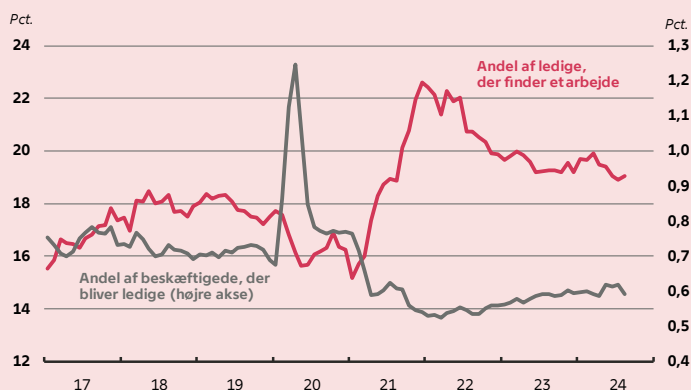


Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. Figuren viser antallet af personer uden for arbejdsstyrken, som finder et arbejde hver måned. Seneste observation er september 2024.

Kilde: Danmarks Statistik, E-indkomst og egne beregninger.

FIGUR 15

**Få beskæftigede bliver ledige, og mange ledige kommer i beskæftigelse**



Anm.: 3-måneders glidende gennemsnit. Figuren viser for hver måned andelen af beskæftigede, der bliver ledige, og andelen af ledige, der finder et arbejde. Seneste observation er september 2024.

Kilde: Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger.

<sup>19</sup> Andelen af personer i beskæftigelse, der træder ud af arbejdsstyrken, er stort set uændret siden 2017, med undtagelse af perioden under corona.

## Presset på arbejdsmarkedet tager fortsat af

Betragtes en bred række af indikatorer, er det vurderingen, at presset på arbejdsmarkedet det seneste halve år er aftaget yderligere herhjemme, se figur 16 og 17. For det første er Nationalbankens trendkorrigerede indeks for antallet af nye stillingsopslag faldet igennem hele 2024. For det andet viser virksomhedernes rapporterede mangel på arbejdskraft, at andelen af virksomheder, der rapporterer, at mangel på arbejdskraft er en produktionsbegrænsning, er fortsat med at falde det seneste halve år. Endelig peger Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekrutterings seneste rekrutteringsundersøgelse fra december på, at virksomhedernes rekrutteringsudfordringer er omtrent uændrede i forhold til tidligere.

Samlet set vurderes det aktuelle pres på arbejdsmarkedet herhjemme ikke at afvige nævneværdigt fra perioden umiddelbart før pandemien, hvor dansk økonomi var præget af en svag udvikling i forbrugerpriserne og en moderat lønvækst. Presset på arbejdsmarkedet er således aftaget betydeligt, siden det toppede i 2022, hvilket også er afspejlet i de netop indgåede overenskomster på det private arbejdsmarked, se også kapitel 3.

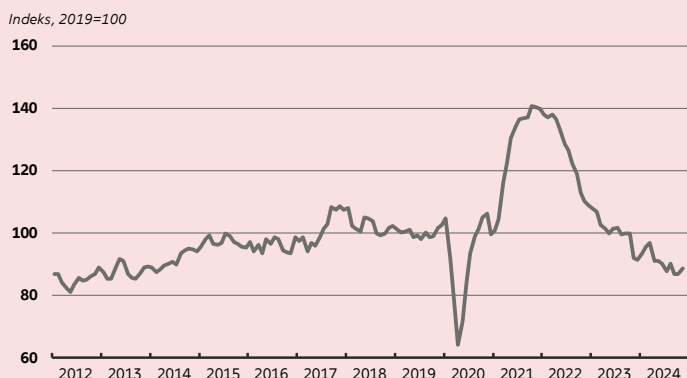
Billedet af, at presset på arbejdsmarkedet tager af, tegner sig også i euroområdet, hvor bl.a. andelen af virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft, er faldet igennem 2024 og aktuelt er på niveau med i Danmark, se figur 17. På samme tid er antallet af stillingsopslag og indikatorer for arbejdskraftthamstring i euroområdet også omtrent på niveau med i Danmark. Der er dermed aktuelt ikke tegn på væsentlige afvigelser i presset på arbejdsmarkedet herhjemme i forhold til euroområdet samlet set. Anderledes ser det imidlertid ud i USA, hvor der er tegn på, at presset på arbejdsmarkedet igen er taget til, og hvor andelen af virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft, er steget det seneste år.



**Det aktuelle pres på arbejdsmarkedet vurderes ikke at afvige nævneværdigt fra perioden umiddelbart før pandemien.**

FIGUR 16

### Antallet af stillingsopslag er aftaget i Danmark

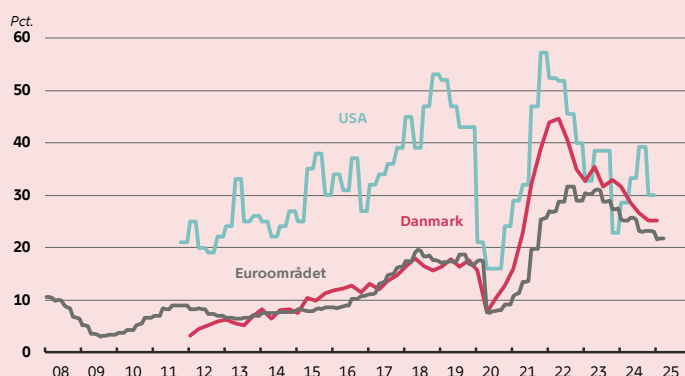


Anm.: Figuren viser et kædeindeks for antallet af stillingsopslag. Indexet er kædet på virksomhedsniveau, så væksten i opslag fra måned til måned baserer sig på den samme gruppe af virksomheder i begge måneder. Se også Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid og Jensen, *Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, Danmarks Nationalbank Analyse, nr. 4*, marts 2024.

Kilde: Jobindex og egne beregninger.

FIGUR 17

### Mangel på arbejdskraft i Danmark og udland



Anm.: Figuren angiver andelen af adspurgte virksomheder, der angiver, at mangel på arbejdskraft er en produktionsbegrænsning. Alle serier viser udviklingen for hele økonomien. For Danmark og euroområdet er 1. kvartal beregnet som et gennemsnit af observationer for januar og februar.

Kilde: Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger

## Højere strukturel beskæftigelse har bidraget til en balanceret udvikling på arbejdsmarkedet

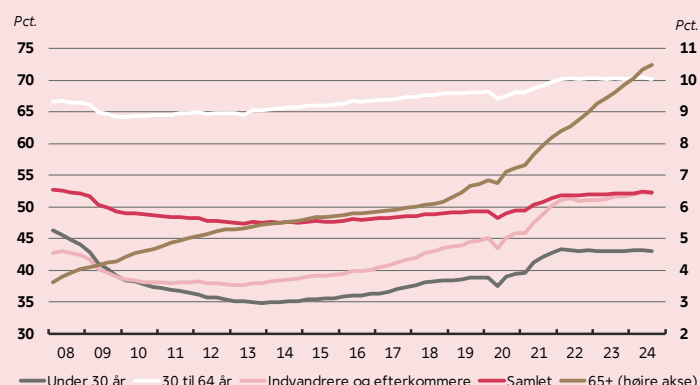
Stigende arbejdsudbud har de seneste år muliggjort den kraftige stigning i beskæftigelsen, samtidig med at presset er taget af. Det har resulteret i, at den strukturelle beskæftigelse<sup>20</sup> også er steget. Stigningen skyldes flere faktorer:

Flere ældre er blevet på arbejdsmarkedet, i takt med at pensionsalderen gradvist er øget, og aftaler rettet mod at øge arbejdsudbuddet blandt ældre er trådt i kraft. Folkepensionsalderen blev senest hævet i 2022, men siden da er beskæftigelsesfrekvensen for personer over 65 år steget med yderligere 1,5 procentpoint, se figur 18. Det skal formentlig ses i lyset af, at folkepensionister fra 2023 ikke længere bliver modregnet i folkepensionens grundbeløb, uanset om de har lønindkomst ved siden af. Siden 2022 er beskæftigelsesfrekvensen for personer mellem 30 og 64 år uændret, og det tegner et billede af, at en større andel af den ældre del af befolkningen – selv efter folkepensionsalderen – bibeholder en vis tilknytning til arbejdsmarkedet end tidligere.

Indvandrere og efterkommere har fået en tættere tilknytning til arbejdsmarkedet, og beskæftigelsesfrekvensen for denne gruppe er steget betydeligt i perioden umiddelbart efter pandemien.

FIGUR 18

### Beskæftigelsesfrekvensen er steget kraftigt blandt ældre samt indvandrere og efterkommere

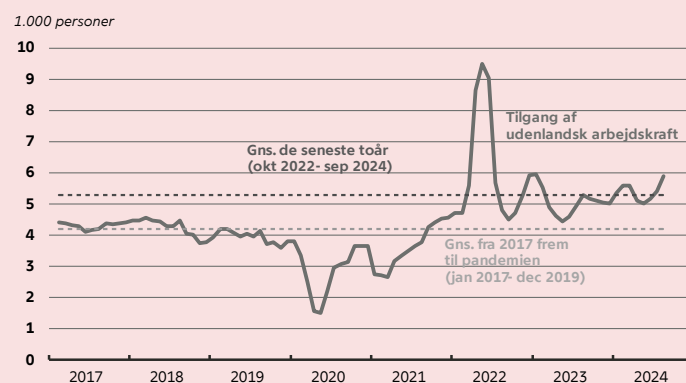


Anm.: Fuldtidsbeskæftigede i forhold til befolkningen i relevant alder. Beskæftigelsesfrekvensen for personer under 30 år er regnet som alle fuldtidsbeskæftigede under 30 i forhold til befolkningen mellem 15 og 29 år. Beskæftigelsesfrekvensen for personer 65 år og ældre er regnet som alle fuldtidsbeskæftigede over 64 i forhold til befolkningen mellem 65 og 80 år. Beskæftigelsesfrekvensen for indvandrere og efterkommere dækker over alle personer i beskæftigelse i forhold til befolkningen mellem 15 og 80 år.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 19

### Større månedlig tilgang af udlændinge, der kommer til landet for at arbejde



Anm.: Figuren viser antallet af udlændinge, som kommer til Danmark og træder direkte ind i beskæftigelse hver måned. Den optrukne linje viser et 3-måneders glidende gennemsnit. De stiplede linjer viser et gennemsnit af tilgangen i månederne markeret i figuren. Seneste observation er september 2024.

Kilde: Danmarks Statistik, E-indkomst og egne beregninger.

Flere udlændinge er kommet til Danmark med det formål at arbejde. Særligt siden midten af 2022 er den gennemsnitlige tilgang steget med omkring 1.100 personer om måneden i forhold til perioden før pandemien, se figur 19. Denne gruppe har vist sig at udgøre en arbejdskraftreserve, og udenlandsk arbejdskraft

<sup>20</sup> Den strukturelle beskæftigelse er økonomiens udbudsbestemte beskæftigelsesniveau og det beskæftigelsesniveau, som på mellemlang sigt er foreneligt med en stabil pris- og lønudvikling.

udgør en betydelig andel af den samlede stigning i beskæftigelsen i årene efter pandemien.<sup>21</sup>

Udenlandske lønmodtagere dækker over flere forskellige typer arbejdskraft, der bliver i landet med varierende varighed: sæsonarbejde, arbejde af kortere varighed fx i forbindelse med store anlægsprojekter, men også højt kvalificeret arbejdskraft med mere specialiserede kompetencer, der ikke findes let blandt den herboende arbejdskraftreserve. Mens især højt kvalificeret arbejdskraft oftest bliver i landet i længere perioder,<sup>22</sup> er der tegn på, at den seneste tilgang af udenlandsk arbejdskraft er drevet af en midlertidig høj efterspørgsel efter arbejdskraft i forbindelse med større anlægsprojekter.

Ifølge Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering er den seneste stigning i antallet af udenlandske lønmodtagere især sket i hovedstadsområdet og i flere yderkommuner, bl.a. på Lolland og de omkringliggende kommuner. Udviklingen omkring Lolland skal ses i sammenhæng med en høj efterspørgsel efter arbejdskraft i forbindelse med anlægnen af Femern Bælt-forbindelsen.<sup>23</sup> Samlet set er antallet af udenlandske arbejdstagere i forbindelse med anlæggelsen af Femern Bælt-forbindelsen steget med 5.500 personer, siden arbejdet begyndte i starten af 2020.<sup>24</sup>

De samlede faktorer bag udvidelsen af arbejdsudbuddet tegner således et billede af et fleksibelt dansk arbejdsmarked, hvor danske virksomheder kan trække på en ekstern arbejdskraftreserve, når fx større anlægsprojekter kræver en ekstraordinær tilgang af arbejdskraft, som enten er for stor til at blive dækket af den indenlandske arbejdskraftreserve, eller som kræver andre typer af kvalifikationer.

### **Fremgangen i dansk økonomi forventes også de kommende år at blive understøttet af produktion i udlandet under dansk ejerskab**

Aktiviteten i dansk økonomi forventes også de kommende år at blive understøttet af medicinalindustrien og herunder også af produktion i udlandet under dansk ejerskab, såkaldt *merchanting og processing*. Fremgangen i den resterende del af økonomien vil fortsat være moderat. BNP forventes at stige med 3,6 pct. i 2025, faldende til 2,3 pct. og 2,0 pct. i 2026 og 2027, se figur 20.

<sup>21</sup> Udlændinge, der er kommet til Danmark med det formål at arbejde, udgør cirka 15 pct. af stigningen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra januar 2021 til december 2024.

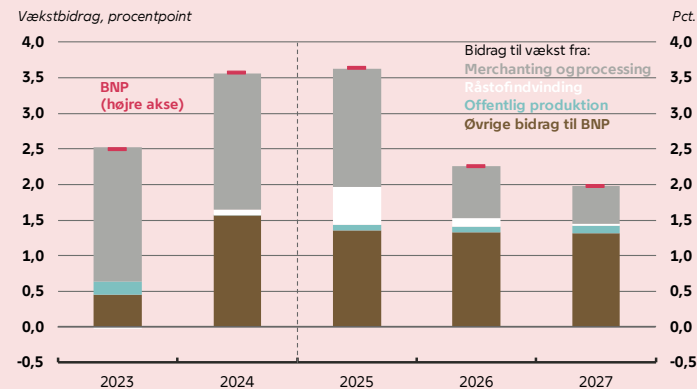
<sup>22</sup> Se Center for Økonomi, Økonomiforvaltningen, *Analyse af udenlandsk arbejdskraft*, Københavns Kommune, 17. september 2019.

<sup>23</sup> Se Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering, *Hvad driver beskæftigelsen i de enkelte kommuner?*, januar 2025.

<sup>24</sup> 3. kvartal 2024. Se Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering, *Monitorering af det regionale arbejdsmarked i relation til arbejdskraftbehovet på Femern bælt-byggeriet*, kvartalsvis opdatering.

FIGUR 20

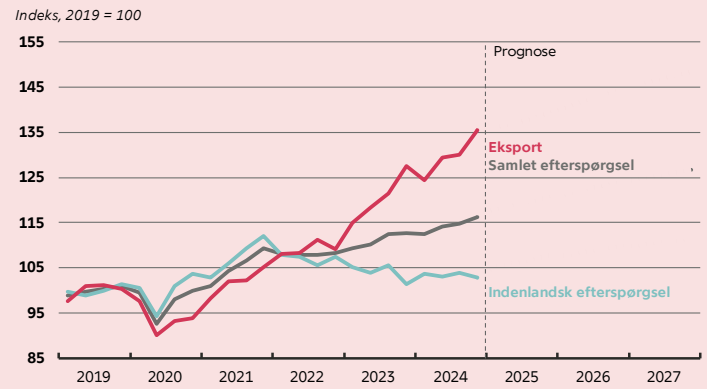
### Dansk økonomi understøttes også de kommende år af merchanting og processing



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 21

### Efterspørgslen holdes oppe af stærk eksport



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den indenlandske efterspørgsel ventes gradvist at tage til i løbet af i år, i takt med at de seneste års dæmpende effekter fra pengepolitikken ebber ud.<sup>25</sup> Moderat vækst på de danske eksportmarkeder bidrager til yderligere fremgang i erhvervsinvesteringerne. På helt kort sigt forventes investeringerne dog at blive holdt nede af en generel tilbageholdenhed på grund af højere usikkerhed i verdensøkonomien bl.a. som følge af trusler om forhøjede toldsatser fra USA og den geopolitiske situation. Det private forbrug understøttes af forventningerne om et stadig robust dansk arbejdsmarked og yderligere fremgang i reallønnen. Det private forbrug forventes i større grad end de seneste år at øge den indenlandske efterspørgsel i dansk økonomi igennem prognosen.

Væksten i den indenlandske efterspørgsel understøttes yderligere af kraftig vækst i den offentlige efterspørgsel, som især skyldes øgede forsvarsudgifter,<sup>26</sup> men også øvrigt offentligt forbrug. Den indenlandske efterspørgsel forventes i år at stige med 3,0 pct. og 2,1 pct. til næste år, se figur 21.

Fremgangen på de danske eksportmarkeder fortsætter ifølge internationale konjunkturudsigter de kommende år og skaber fundamentet for yderligere fremgang i dansk eksport. Fremgangen i industrieksporten forudsættes at være trukket af generel fremgang blandt de danske eksportvirksomheder på linje med udviklingen på eksportmarkederne. Industrieksporten ventes at blive løftet yderligere af en forventning om fortsat høj vækst i medicinalindustrien de kommende år, og det forudsættes, at især den indenlandsk producerede del af medicinaleksporten vil smitte af på aktiviteten i den resterende del af økonomien.<sup>27</sup> På den baggrund forventes den samlede efterspørgsel i dansk økonomi at stige med 4,3 pct. i år, 2,8 pct. i 2026 og 2,4 pct. i 2027.

<sup>25</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025

<sup>26</sup> Accelerationsfonden er beregningsteknisk kategoriseret som offentlige investeringer med 25 mia. kr. i 2025 og 2026. Stigningen antages at blive modsvaret af øget import og dermed ikke at have effekt på BNP.

<sup>27</sup> Modelberegninger fra Nationalbanken viser, at en fremgang i eksporten af medicin produceret i Danmark på 1 pct. af BNP kan hæve det samlede danske BNP med ca. 2 pct. på kort sigt. En stor del af fremgangen i eksporten af medicin forventes i prognosen at være danskejet produktion i udlandet, hvorfor effekten af fremgang i medicinaleksporten på dansk BNP forventes lavere, end modelberegningerne tilsiger. Se Nikolaj Mose Dreisig Hansen og Mia Jørgensen, Increasing demand for pharmaceutical exports have both aggregate and geographical distributional effects, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 9, august 2024.



**Den indenlandske efterspørgsel ventes gradvist at tage til i løbet af i år.**

Forventningen til det fortsat store bidrag til BNP-væksten fra medicinalindustrien og produktion i udlandet under dansk ejerskab tager afsæt i aktieanalytikeres forventninger til salget i de største danske medicinalvirksomheder. Disse antagelser indebærer, at produktion i udlandet under dansk ejerskab også de kommende år forventes at bidrage relativt kraftigt med henholdsvis 1,7 og 0,7 procentpoint til væksten i BNP i 2025 og 2026, se figur 20.

*Genåbningen af Tyra-feltet* forventes også at give et stort bidrag til væksten i år og forudsættes således at løfte BNP med samlet 0,5 pct.<sup>28</sup> Fraregnet de direkte bidrag fra produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyra-feltet forventes væksten i Danmark at blive 1,4 pct. i 2025.

### **Told på handel med USA vil få negative konsekvenser for dansk økonomi**

I kølvandet på det amerikanske præsidentvalg er risikoen for højere toldsatser på danske og europæiske varer og tjenester solgt til USA taget til.

USA har allerede indført 25 pct. told på import fra EU af stål, aluminium og visse produkter, der indeholder disse materialer. Samlet set påvirkes ca. 5 pct. af EU's samlede vareeksport til USA. Som modsvar har EU også indført højere toldsatser rettet mod amerikanske industrivarer.<sup>29</sup> USA har derudover indført told på handel med både Mexico og Canada og har forhøjet toldsatserne på handel med Kina.<sup>30</sup> Kina og Canada har begge reageret med gengældelsestold. Samlet set vurderes de nuværende hævdede toldsatser dog kun at have begrænset effekt på dansk økonomi.

Prognosen for dansk økonomi beror på et scenarie, hvor der ikke pålægges yderligere told på handel mellem USA og EU.<sup>31</sup>

Hvis USA derimod indfører 25 pct. told på alle varer og tjenester fra Danmark og EU, og hvis EU gengælder denne told, vil det ifølge beregninger fra Nationalbanken have betydning for udviklingen i dansk økonomi. Ifølge beregningerne vil dansk BNI falde med omkring 1,3 procent på kort sigt sammenlignet med en situation uden told. Beregningerne viser også, at konsekvenserne er mindre på lang sigt, se boks 4.

USA aftager ca. en femtedel af den samlede danske eksport og er dermed et af Danmarks vigtigste eksportlande, se også kapitel 5. Dog udgør den del af eksporten til USA, der produceres i Danmark, blot 3 pct. af den samlede danske eksport, se også figur 32. Det bidrager til at afbøde effekterne på dansk økonomi af en eventuel handelskonflikt med USA.

<sup>28</sup> Tyra-feltet har kørt på nedsat produktionskapacitet i løbet af 2024 og forventes at køre på fuld produktionskapacitet fra begyndelsen af 2025. Genåbningen af Tyra-feltet løfter beregningsteknisk væksten i BNP med 0,5 procentpoint i 2025.

<sup>29</sup> EU har genindført tidligere suspenderede modforanstaltninger fra 2018 og 2020 samt iværksat en ny pakke af yderligere toldsatser rettet mod amerikanske industrivarer.

<sup>30</sup> USA har indført en told på 25 pct. på de fleste varer fra Mexico og Canada, men energi-relaterede varer fra Canada som råolie får kun 10 pct. told. Kinesiske varer pålægges nu 20 pct. told, op fra 10 pct. Kina og Canada har reageret med gengældelsestold.

<sup>31</sup> Prognosen tager udgangspunkt i vedtaget politik.

#### BOKS 4

### Negative konsekvenser af øgede toldsatser på dansk økonomi

Fri handel mellem verdens lande er med til at sikre en effektiv allokering af ressourcer, ved at hvert land kan specialisere sig i de varer og tjenester, de er bedst til at producere. Omvendt medfører indførelse af told, at importerede varer bliver dyrere, hvilket fører til en ineffektiv ressourceallokering og højere priser for forbrugerne.

At estimere de præcise økonomiske konsekvenser af ændringer i toldsatserne er behæftet med betydelig usikkerhed, da ændringer i globale handelsmønstre påvirker økonomien gennem mange kanaler. Typisk anvendes multilande-multisektor-handelsmodeller baseret på globale input-output-tabeller til at give et initialt bud på, hvordan økonomien vil reagere. I disse modeller er det ikke kun de direkte effekter af reduceret handel med fx USA, der afgør de økonomiske konsekvenser af indførelse af told, men også de indirekte effekter gennem handel med andre lande.<sup>1</sup>

Der er en risiko for, at USA hæver toldsatserne over for EU på en bred gruppe af varer, og EU har udmeldt, at de i givet fald vil hæve deres toldsatser tilsvarende. I scenarier, hvor der pålægges told på al vare- og tjenestehandel mellem USA og EU, viser beregninger, at det vil have væsentlige negative makroøkonomiske effekter på kort sigt, se boksens figur. De økonomiske tab er størst på kort sigt, fordi indførelsen af toldsatser dæmper efterspørgslen fra USA, øger virksomhedernes produktionsomkostninger og hæver importpriserne. I Danmark fører indførelsen af 25 pct. told på handelen mellem USA og EU til et tab i BNI<sup>2</sup> i forhold til baseline på omkring 1,3 pct. på kort sigt. Konsekvenserne er markant mindre, hvis tolden i stedet er 10 pct. På længere sigt er konsekvenserne mindre, fordi virksomheder og forbrugere har haft tid til at tilpasse deres produktion og efterspørgsel. De økonomiske konsekvenser er større for Danmark end for euroområdet, fordi Danmark er en mere åben økonomi og har mere direkte handel med USA.

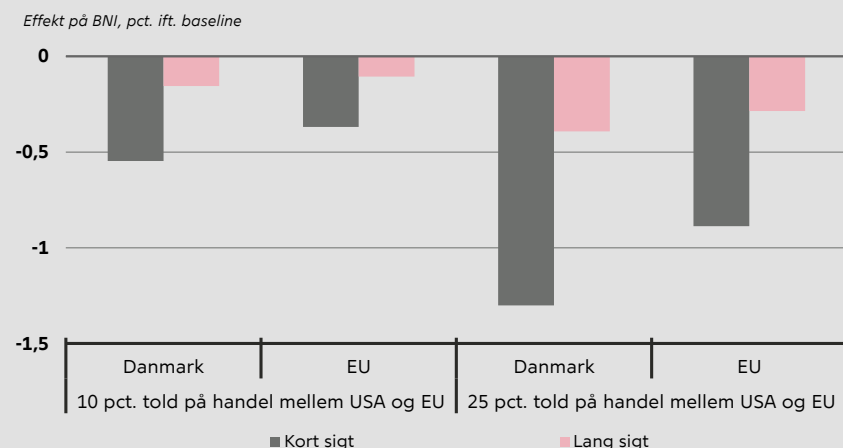
Der er imidlertid andre, vigtige kanaler, som ikke fanges af modellen. I modellens datagrundlag indgår ikke danskejdet eksport, der produceres og sælges i udlandet, selvom dette udgør en stor del af eksporten særligt til USA. Vareeksporten til USA, der produceres i Danmark, udgør blot 3 pct. af den samlede danske eksport. Dog forventes danskejdet eksport, der produceres og sælges i USA, i praksis ikke at blive underlagt told. Herudover bliver der i modellen pålagt told på både varer og tjenester, selvom tjenesteydelser i praksis ikke forventes at blive underlagt told. Modellen tager heller ikke højde for, at nominelle valutakurser vil tilpasse sig, og i nogle lande kan valutadepreciering delvist modvirke BNP-effekterne af højere told på den helt korte sigt. Sluttelig vil penge- og finanspolitikken sandsynligvis tilpasse sig de økonomiske konsekvenser af toldsatserne, hvilket heller ikke fanges i modelberegningerne.

Fortsættes ...

... fortsat

## Figur

### Dansk økonomi vil blive negativt ramt af indførelse af told på handel mellem USA og EU



Anm.: Beregningerne er baseret på Baqaee og Farhi-modellen (BF-modellen), der er en avanceret input-output-model, der beskriver en verdensøkonomi med handelsforbindelser mellem brancher på tværs af økonomier. Den kortsigtede ligevægt kan ses som forekommende inden for et år efter et stød, mens ligevægten på lang sigt først viser sig mindst seks år senere.

Kilde: Baqaee og Farhi, Asian Development Bank Multiregional Input-Output Database og egne beregninger.

<sup>1</sup> For en uddybning af mekanismer og antagelser i den anvendte handelsmodel (Baqaee og Farhi-modellen), se Branner, Bentsen, van Deurs og Zhuang, Fragmentering af global handel kan udfordre dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, oktober 2024.

<sup>2</sup> Bruttonationalindkomst (BNI) dannes ved fra bruttonationalproduktet (BNP) at tillægge formueindkomst (netto) fra udlandet, indtægter fra aflønning af ansatte (netto) fra udlandet samt produktions- og importskatter minus subsidier (netto) fra udlandet. BNI måler således et lands samlede indkomst.

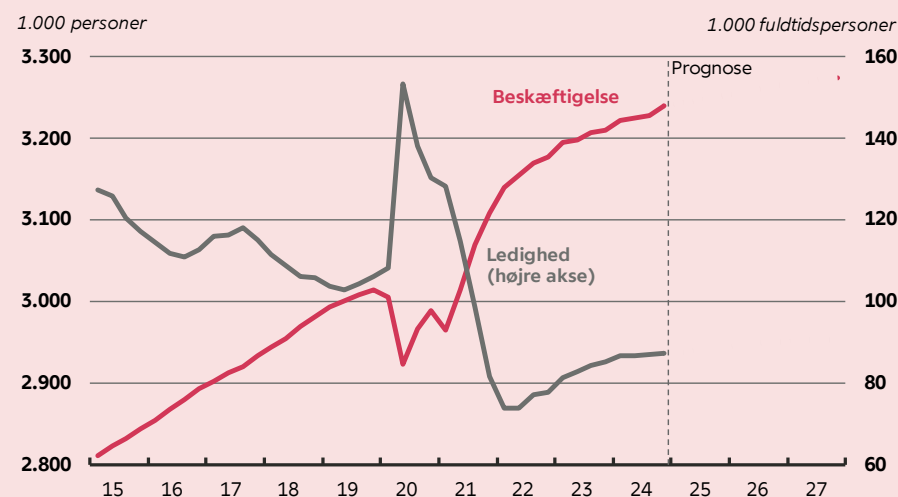
## Fremgangen i beskæftigelsen vil fortsætte, men gå ned i tempo

De seneste års fremgang i beskæftigelsen forventes at fortsætte i et mere afdæmpet tempo de kommende år, se figur 22. Den fortsatte fremgang skal ses i lyset af forventningen om et moderat vækstforløb for dansk økonomi, hvor bl.a. den indenlandske efterspørgsel ventes at tage til. Samtidig vurderes prisen på arbejdskraft stadig at være relativt lav sammenlignet med øvrige produktionsinput.

Beskæftigelsen forventes at stige med 12.000 personer i løbet af i år og at være 35.000 personer højere ved udgangen af 2027 i forhold til udgangen af 2024. På samme tid forventes ledigheden at stige svagt igennem prognosen og ventes ved udgangen af 2027 at være 91.000 personer. Det er i historisk sammenhæng et lavt niveau og skal ses i lyset af et generelt fald i den strukturelle ledighed i løbet af de seneste årtier.

FIGUR 22

### Beskæftigelsen forventes at stige svagt de kommende år



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den kraftige vækst i beskæftigelsen i forhold til produktionen har i især 2022 og 2023 betydet en svag udvikling i forholdet mellem beskæftigelse og produktion, når man ser bort fra dansk produktion i udlandet, se figur 23.<sup>32</sup> Den indenlandske aktivitetsvækst har det seneste år igen været relativt stærkere end væksten i arbejdskraftinputtet - og i større grad på linje med den historiske sammenhæng med udviklingen i den indenlandske aktivitet. Beskæftigelsesvæksten forventes også fremover at være omtrent på linje med den historiske sammenhæng med udviklingen i den indenlandske aktivitet.

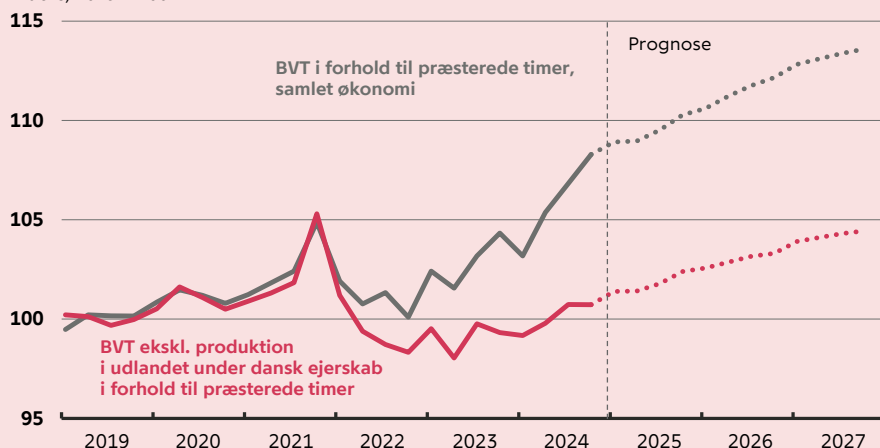
Beskæftigelsesvæksten forventes at være lavere end de seneste år, som til dels afspejler, at den strukturelle vækst i beskæftigelsen bliver svagere. Det skyldes bl.a., at udviklingen i antallet af personer i den arbejdsdygtige alder ikke længere stiger, og at effekten fra tidligere arbejdsmarkedsreformer ikke længere i samme grad bidrager til at øge arbejdsudbuddet.

<sup>32</sup> I analyser af konjunkturudviklingen kan der argumenteres for, at udsving i den indenlandske efterspørgsel efter arbejdskraft og dermed kapacitetspresset i dansk økonomi inden for den typiske prognosehorisont på 2-3 år primært afhænger af den produktion, der finder sted på dansk jord. Se også Kuchler, Spange, Tjørnum, Tørsløv og Wederkinck, Dansk produktivitet og konkurrenceevne i en globaliseret verden, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2025.

FIGUR 23

### Bruttoværditilvæksten i forhold til præsterede timer er steget

Indeks, 2019 = 100



Anm.: BVT er bruttoværditilvækst. Nævneren er ens for de to serier.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Danske virksomheders organisering betyder, at sammenhængen mellem produktion og beskæftigelse er blevet svagere

De største danske virksomheder har været en vigtig drivkraft bag de seneste års høje vækst i dansk økonomi. De er karakteriseret ved deres evne til at udvikle produkter og skabe ideer, som kan skaleres ved lave omkostninger og begrænset brug af arbejdskraft og fysisk kapital. De har derimod en høj brug af immateriel kapital og arbejdskraft i udlandet i produktionen. Når en større del af økonomien baseres på produktion af sådanne produkter, vil en stigning i produktionen alt andet lige skabe et mindre opadrettet pres på kapaciteten i økonomien og på arbejdsmarkedet end tidligere. Det kan svække sammenhængen mellem produktion og beskæftigelse i dansk økonomi, hvilket også har været en medvirkende faktor til, at væksten i dansk økonomi de seneste år har været høj, til trods for at kapacitetspresset vurderes at være taget af. Udviklingen i beskæftigelsen vurderes i større grad end BNP at give et billede af den egentlige kapacitetsudnyttelse i den indenlandske del af økonomien.<sup>33</sup>

### Dansk økonomi er i en neutral konjunktursituation

Vækstafdæmpningen inden for landets grænser har betydet, at presset i økonomien samlet set er aftaget betydeligt de seneste år, og dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en neutral konjunktursituation. Målt ved det skønnede produktionsgab er kapacitetspresset aftaget fra over 3 pct. i begyndelsen af 2022 til aktuelt at være i omegnen af 0,5 pct. Beskæftigelsen vurderes aktuelt at være ca. 0,5 pct. højere end det estimerede strukturelle niveau, se figur 24. Det er omtrent på niveau med før pandemien, hvor dansk økonomi var præget af en svag udvikling i forbrugerpriserne og en moderat lønvækst.

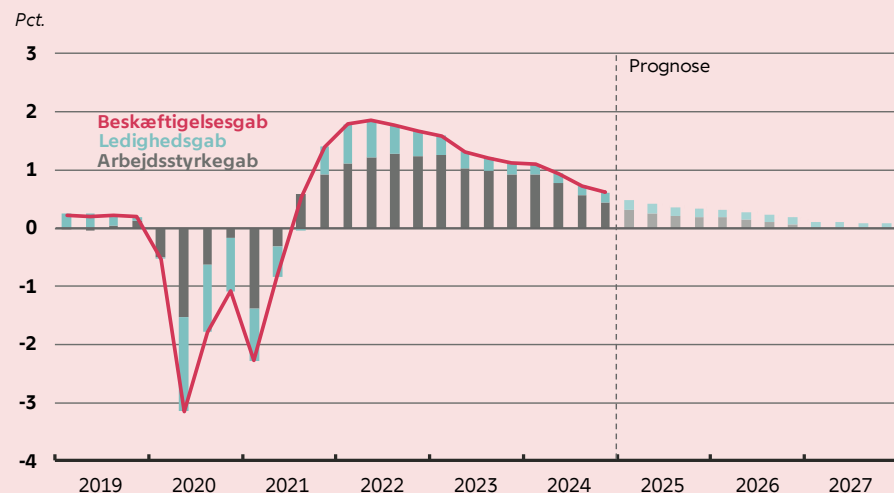


**Dansk økonomi forventes at forblive i en neutral konjunktursituation i løbet af prognosen.**

<sup>33</sup> Se Simon Juul Hviid, Rasmus Rold Sørensen, Morten Spange, Tobias Renkin og Mia Renee Herløv Jørgensen, Stigende betydning af de største virksomheder, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, marts 2025.

FIGUR 24

### Presset på arbejdsmarkedet tager yderligere af



Anm.: Beskæftigelsesgab er forskellen mellem den faktiske og den strukturelle beskæftigelse. Den strukturelle beskæftigelse afspejler det beskæftigelsesniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Dansk økonomi forventes at forblive i en neutral konjunktursituation i løbet af prognosen. Genåbningen af Tyra-feltet og produktion i udlandet under dansk ejerskab bidrager også i år til høj vækst i potentiel produktion. Den høje vækst i potentiel produktion medvirker til, at forskellen mellem BNP og det potentielle produktionsniveau ikke udvides til trods for relativt høj vækst i BNP.

Konjunktursituationen i Danmark og euroområdet stemmer omtrent overens, og produktionsgab i euroområdet estimeres ifølge internationale organisationer til omkring 0.<sup>34</sup>

### Udsigt til pæne overskud på den offentlige saldo til trods for høj offentlig efterspørgsel

Regeringen planlægger at lempe finanspolitikken i år sammenlignet med sidste år, hvilket afspejles i relativt høj realvækst i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer på henholdsvis 2,9 og 35,1<sup>35</sup> pct. i år. Væksten i den offentlige efterspørgsel skyldes især løftet af forsvaret, men også større udgifter i det øvrige offentlige forbrug.

Hvor stor aktivitetsvirkningen af de øgede udgifter til forsvaret vil være på dansk økonomi, afhænger i sidste ende af, hvordan midlerne udmøntes.

Finansministeriet opgør i år og næste år den årlige finanseffekt til henholdsvis 0,5 og 0,2 procentpoint. Hertil kommer eventuelle virkninger af den såkaldte Accelerationsfond. Finansministeriet vurderer dog, at de beregnede finanseffekter udgør et overkantsskøn, da større anskaffelser af militært materiel typisk har et højere importindhold, og den indenlandske aktivitetsvirkning vil dermed typisk være lavere.

<sup>34</sup> Målt ved produktionsgab og baseret på skøn fra OECD og Europa-Kommissionen. Se også kapitel 5.

<sup>35</sup> Aftalen om Accelerationsfonden er beregningsteknisk kategoriseret som offentlige investeringer med 25 mia. kr. i 2025 og 2026 (2025-priser).

Finansministeriet vurderer, at finanspolitikken samlet set siden 2019 bidrager til at dæmpe kapacitetspresset i dansk økonomi.<sup>36</sup> Målt ved den flerårige finanseffekt indsnævrer finanspolitikken produktionsgabets med 0,5 procentpoint i år, mens finanspolitikken indsnævrede produktionsgabets med 1 procentpoint sidste år. Det samme gør sig gældende i euroområdet, hvor OECD forventer, at finanspolitikken vil være svagt kontraktiv de kommende år. Forventningen til finanspolitikken's aktivitetens virkning i euroområdet er behæftet med betydelig usikkerhed og vil bl.a. afhænge af graden af militær oprustning og den konkrete udmøntning heraf.<sup>37</sup>

Til trods for høj vækst i det offentlige forbrug er der udsigt til pæne overskud på den offentlige saldo, hvilket bl.a. skyldes det fortsat stærke arbejdsmarked. Den lave ledighed betyder på den ene side, at relativt få personer modtager offentlige ydelser, samtidig med at der på den anden side er relativt mange personer i beskæftigelse og derfor høje indtægter fra bl.a. indkomstskatter. Yderligere forventes pensionsafkastskatten for 2024 at bidrage til overskuddet på den offentlige saldo med ca. 40 mia. kr. I 2024 forventes overskuddet på den offentlige saldo at blive 4,2 pct. af BNP.

Overskuddet på den offentlige saldo ventes at falde i år og næste år til henholdsvis 2,0 og 2,2 pct. af BNP. Det lavere overskud skyldes til dels større offentlige udgifter, som - foruden løftet af forsvaret - også dækker over højere stigninger i overførselsindkomstsatsene på grund af den automatiske indeksering<sup>38</sup>. Samtidig bidrager implementeringen af bl.a. personskattereformen i år og næste år med en reduktion i de offentlige indtægter.

<sup>36</sup> Se Økonomiministeriet, *Økonomisk Redegørelse*, december 2024.

<sup>37</sup> Se IMF, *Global Growth: Divergent and Uncertain*, *World Economic Outlook Update*, januar 2025.

<sup>38</sup> Satsreguleringen, som sikrer, at overførselsindkomster hvert år reguleres med en procentsats, der afspejler lønudviklingen på arbejdsmarkedet to år forinden.

## 05

## Moderat vækst i verdensøkonomien giver fremgang hos danske virksomheder

Den globale vækst er fortsat stabil, men afdæmpet. Erhvervstilliden er steget i løbet af efteråret, og internationale organisationer forventer, at verdensøkonomien fremover vokser i et moderat tempo, mens inflationen vil være lav og stabil.

En overordnet set god konkurrenceevne i den danske industri stiller de danske eksportvirksomheder i en god position til at udnytte fremgangen i verdensøkonomien. Det forventes at smitte af på et bredere udsnit af de danske eksportvirksomheder. Eksporten holdes yderligere oppe af fortsat høj vækst i medicinalindustrien og produktion i udlandet under dansk ejerskab. Det vil bidrage til at holde overskuddet på betalingsbalancen oppe.

I kølvandet på det amerikanske præsidentvalg er risikoen for højere toldsatser på varer og tjenester solgt til USA taget til. En eventuel indførelse af told på eksport til USA vil få negative konsekvenser for de danske eksportvirksomheder.

## Moderat vækst i verdensøkonomien

Den globale vækst er fortsat stabil, men moderat. Der er fortsat positiv erhvervstillid i flere lande, til trods for at internationale organisationer peger på, at høj usikkerhed, der især er relateret til den geopolitiske udvikling og handelsmæssige konflikter, kan dæmpe væksten.<sup>39</sup> Purchasing managers' index, PMI-indekset, peger på forventninger om ekspansion i den økonomiske aktivitet og en optimistisk vurdering blandt virksomheder om fremtidige økonomiske forhold, se figur 25. Væksten understøttes i øjeblikket af en forholdsvis stærk servicesektor, robuste arbejdsmarkeder og stigende realindkomster, der har muliggjort en stigning i det private forbrug. Omvendt dæmpes væksten i en række avancerede økonomier af svaghed i industrien og strukturelle forhold såsom demografisk aldring og svag produktivitetsvækst.

Det globale vækstbillede dækker imidlertid over store regionale forskelle, hvor særligt væksten i amerikansk økonomi har været noget højere end væksten i euroområdet.

Den amerikanske økonomi er fortsat i en mild højkonjunktur med et produktionsgab på lidt over nul ifølge skøn fra internationale organisationer.<sup>40</sup> Væksten er fortsat i 4. kvartal, se figur 26. Aktuelt er væksten drevet af det private forbrug og et fortsat stærkt arbejdsmarked.<sup>41</sup> Den længerevarende positive udvikling i amerikansk økonomi er bl.a. et resultat af stigende produktivitet og høj migration.

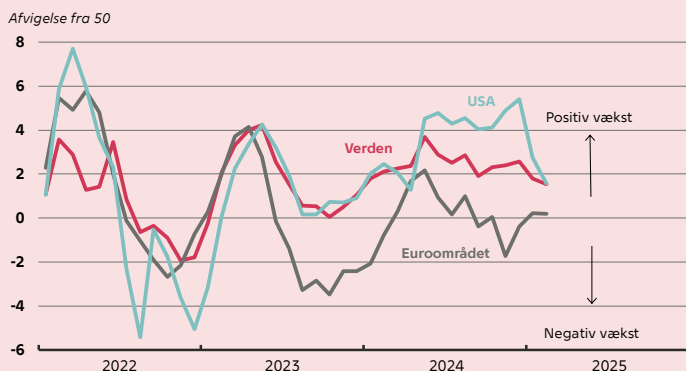
Euroområdet har igen haft positiv vækst gennem 2024 efter en stagnering i 2023. Væksten i euroområdet er bl.a. drevet af stigende reallønninger, der har øget det private forbrug, samt stigninger i eksporten og det offentlige forbrug. Aktuelt befinder euroområdet sig i en neutral konjunktursituation med et produktionsgab på omkring nul.<sup>42</sup> Erhvervstilliden i euroområdet målt ved PMI-indekset peger derudover på en fortsat todeling af økonomien, hvor der er fremgang i serviceerhvervene, men en afmatning i industrisektoren.



**Det globale vækstbillede dækker over store regionale forskelle.**

FIGUR 25

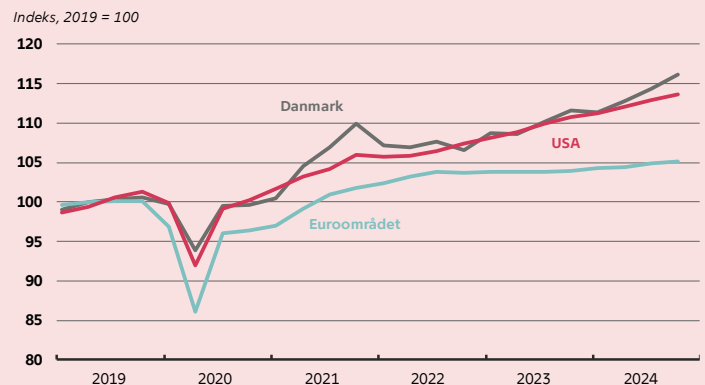
### Erhvervstillid peger på fortsat moderat global vækst



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

FIGUR 26

### BNP er vokset kraftigere i USA end i euroområdet



Anm.: Figuren viser BNP i faste priser.  
Kilde: Macrobond.

<sup>39</sup> Se fx OECD, *Economic Outlook, Resilience in uncertain times*, 2024, og IMF, *World Economic Outlook, Global Growth: Divergent and Uncertain*, 2025.

<sup>40</sup> Produktionsgab er et gennemsnit af skøn fra IMF, OECD og Europa-Kommissionen.

<sup>41</sup> Se fx OECD, *Economic Outlook, Resilience in uncertain times*, 2024.

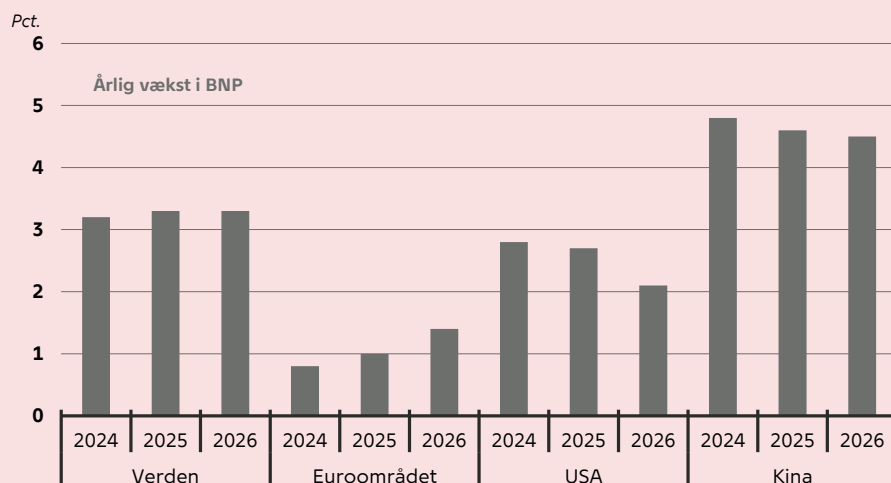
<sup>42</sup> Baseret på estimer fra OECD og Europa-Kommissionen.

Over de kommende år forventer internationale organisationer, at verdensøkonomien vil befinde sig i en situation med lav inflation og moderat vækst. For eksempel anslår Den Internationale Valutafond, IMF, i deres prognose fra januar at væksten i globalt BNP vil være omkring 3,3 pct. i 2025, hvilket ligger tæt på det økonomiske potentiale og det gennemsnitlige væksthiveau det seneste årti, se figur 27.

I euroområdet forventer IMF, at væksten stiger frem mod 2026, drevet af en genopretning i den indenlandske efterspørgsel. Især vil stigende reallønninger skubbe på det private forbrug, og investeringer forventes at stige som følge af mere gunstige kreditforhold og øgede offentlige investeringer. I USA forventes den høje vækst i 2024 at aftage frem mod 2026 grundet en gradvis opbremsning i forbrugsvæksten og lavere migration. Kinas vækst anslås at aftage, bl.a. grundet lavt privatforbrug og et svagt ejendomsmarked, selvom investeringer støttes af lempelig pengepolitik og øgede offentlige udgifter.

FIGUR 27

**Væksten forventes at aftage en smule i USA og Kina, mens forbruget understøtter stigende vækst i euroområdet i 2025 og 2026**



Anm.: Figuren viser BNP-vækst i faste priser.  
Kilde: IMF.

### Fremgang i eksporten produceret i Danmark

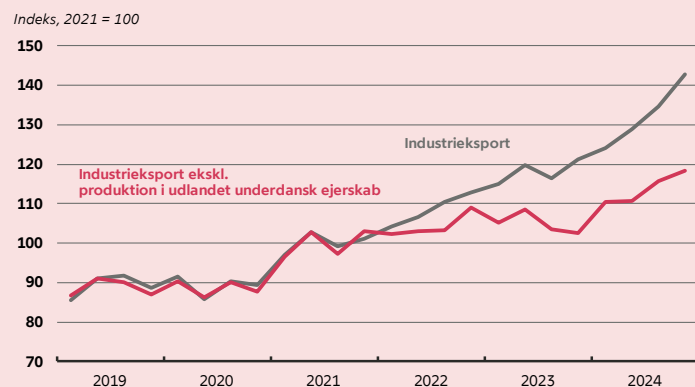
Fremgangen i industrieksporten er fortsat i 2. halvår 2024, og ved udgangen af året var industrieksporten næsten 18 pct. højere end ved udgangen af 2023, se figur 28. Til forskel fra i 2022 og 2023 dækker det seneste års fremgang i industrieksporten både over fremgang af varer produceret inden for og uden for landets grænser. Således er industrieksporten af varer, der er produceret i Danmark, steget med 15 pct., mens eksporten af varer produceret i udlandet under dansk ejerskab, såkaldt *merchandising og processing*, er steget med op mod 22 pct. siden udgangen af 2023.

Stigningen i den del af eksporten, som krydser den danske grænse, vidner om en mere bredt funderet fremgang blandt de danske eksportvirksomheder og dækker både over fremgang i medicinaleksport og over fremgang i den øvrige del af industrien, se figur 29. Den indenlandsk producerede del af

industrieksporten fratrullet medicinalindustrien vurderes at være steget med 8 pct. i 2024 i forhold til året før, mens eksporten af medicin produceret inden for landets grænser vurderes at være steget med ca. 11 pct.

FIGUR 28

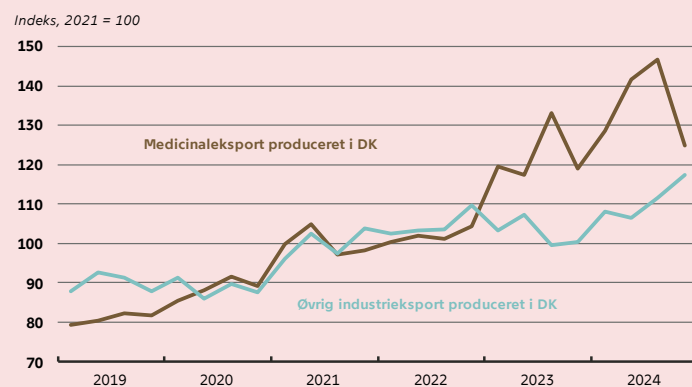
Eksporten af varer, der er produceret i Danmark, er taget til ...



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 29

... hvilket skyldes en stigning i både indenlandsk produceret medicinaleksport og øvrig industrieksport



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Udsigt til fremgang hos flere danske eksportvirksomheder

Med udsigt til moderat vækst på de danske eksportmarkeder ventes fremgangen i den danske vareeksport at fortsætte de kommende år. Væksten i udlandet forbedres især på en række af de nærmekeder, som har størst betydning for den øvrige eksport, når man ser bort fra medicinalindustrien, herunder i Tyskland og Sverige.<sup>43</sup> Eksportordrebeholdningen i de fleste dele af industrien er imidlertid stadig relativt lav, hvilket tyder på, at fremgangen forventes at blive behersket på kort sigt.

De danske industrivirksomheder bliver dog hjulpet på vej af en overordnet set god konkurrenceevne, der stiller dem i en gunstig position til at udnytte fremgangen på eksportmarkederne, se figur 30. Konkurrenceevnen afhænger af en række forhold, som bestemmer virksomhedernes overordnede vilkår, og handler i stigende grad om andet end lønomkostninger. Konkurrenceevnen i Danmark er forbedret siden 2008, hvilket i høj grad afspejler en større fremgang i arbejdskraftens produktivitet sammenlignet med andre lande.

Merchanting- og processingaktiviteter har de seneste år også bidraget til fremgangen i konkurrenceevnen. Disse aktiviteter adskiller sig fra virksomhedernes øvrige produktion, ved at de ikke direkte trækker på arbejdskraft i Danmark. Der er imidlertid indikationer på, at disse aktiviteter muliggøres via det danske selskabs styrkeposition, og at en del af indtjeningen herfra dækker aflønning af ansatte og intellektuelle rettigheder i Danmark. Selv hvis der mekanisk ses bort fra merchanting- og processingaktiviteter, er konkurrenceevnen, målt ved den relative lønkvote i industrien, forbedret i forhold til fx Tyskland siden 2010.

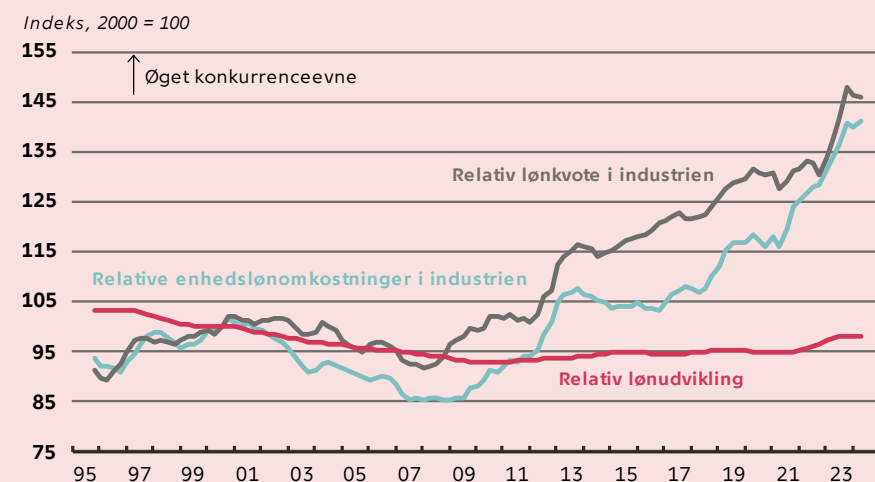
De viste indikatorer for konkurrenceevnen i figur 30 skal tages med en række forbehold. Indikatorer for konkurrenceevne, hvor produktionsmængder og

<sup>43</sup> IMF skønner i sin prognose fra januar 2025, at væksten i tysk økonomi vil være -0,2; 0,3 og 1,1 pct. i 2024-26. Svensk økonomi skønnes at vokse med 0,9; 2,4 og 2,2 pct. i samme periode.

værdier sættes i forhold til lønudgifterne, afspejler i høj grad mængden af anvendt kapital, herunder intellektuelle rettigheder. Dermed siger de ikke så meget om lønnen i forhold til andre lande, og dermed heller ikke om lønkonkurrenceevnen i snæver forstand. Den udvikling i produktionsstrukturer, som har fundet sted over de seneste årtier, har yderligere gjort det vanskeligere at tolke indikatorerne.<sup>44</sup>

FIGUR 30

### Danmarks konkurrenceevne er overordnet set god



Anm.: De tre mål viser udviklingen i udlandet i forhold til Danmark. Hvis den relative lønudvikling, enhedslønomkostninger eller lønvoten stiger, er det tegn på en forbedret konkurrenceevne. Alle tre mål er for industrien alene. Enhedslønomkostningerne og lønvoten er korregeret for selvstændige.

Kilde: Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

Væksten i den samlede danske vareeksport ventes at blive 8,2 pct. i år, faldende til 4,2 pct. i 2026 og 3,4 pct. i 2027. Det er stærkere end den sammenvejede vækst på de danske eksportmarkeder og dækker over en forventning om fortsat kraftig vækst i medicinalindustrien, se figur 31. Med afsæt i analytikerforventninger forudsættes medicinalindustrien således også de kommende år i høj grad at bidrage til fremgangen i dansk økonomi. Fremgangen hos den øvrige del af de eksportorienterede erhverv ventes at være på linje med udviklingen på de danske eksportmarkeder.

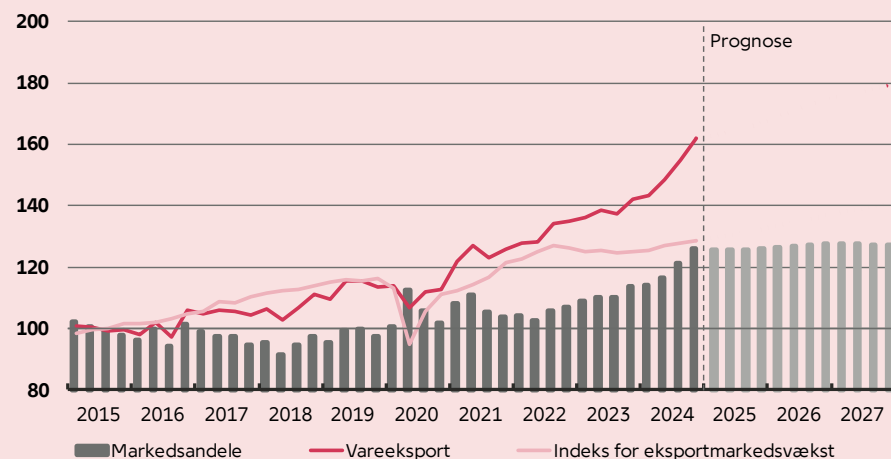
Samlet set skønnes eksporten at stige med 6,0 pct. i år og 3,6 pct. næste år. Det afspejler foruden den kraftige fremgang i vareeksporten en mere afdæmpet vækst i eksporten af tjenester, som er svagere end væksten på eksportmarkederne.

<sup>44</sup> Se Kuchler, Spange, Tjørnum, Tørsløv og Wederkinck, Dansk produktivitet og konkurrenceevne i en globaliseret verden, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, februar 2025

FIGUR 31

### Udsigt til yderligere fremgang i den danske vareeksport

Indeks, 2015 = 100



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Risikoen for højere toldsatser på en bred række af danske og europæiske varer og tjenester solgt til USA er taget til i kølvandet på det amerikanske præsidentvalg, og USA har allerede indført 25 pct. told på import af visse varer fra EU. Hvis USA i større grad indfører told på handel med EU, og EU gengælder denne told, vil det få negative konsekvenser for de danske eksportvirksomheder. Tolden vurderes at resultere i en lavere vækst i dansk eksport, end hvad der er lagt til grund i hovedscenariet for prognosen for dansk økonomi.<sup>45</sup> USA aftager ca. en femtedel af den samlede danske eksport og er dermed et af Danmarks vigtigste eksportlande,<sup>46</sup> se figur 32.

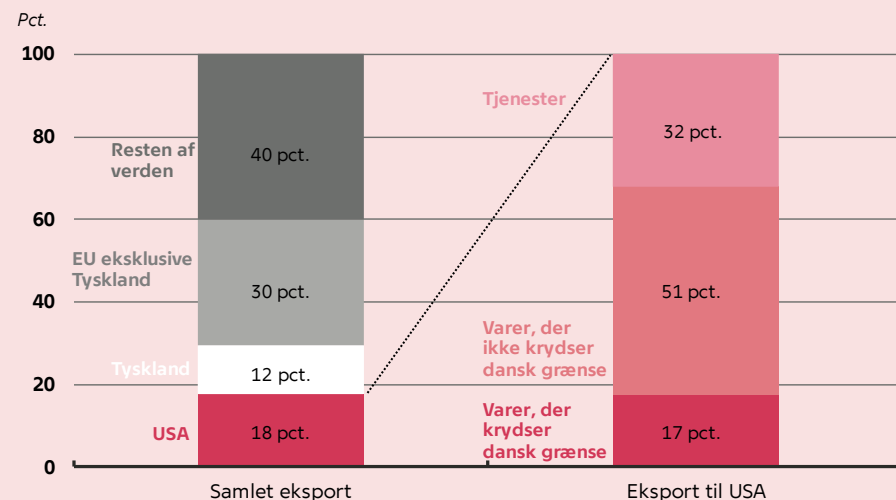
Nogle forhold kan dog afbøde konsekvenserne. Hverken tjenesteydelser eller danskejet vareeksport, der produceres og sælges i USA, forventes i praksis at blive underlagt told. Den del af vareeksporten til USA, der produceres i Danmark, udgør blot 3 pct. af den samlede danske eksport. I modsat retning trækker, at danskejet eksport, der produceres uden for Danmark men ikke i USA, potentielt også vil blive underlagt told på lige fod med den del af vareeksporten, der produceres i Danmark. Samtidig forventes højere toldsatser at reducere den samlede verdenshandel og dermed væksten på flere af de danske eksportmarkeder, se boks 4 for en uddybning.

<sup>45</sup> Prognosen tager udgangspunkt i vedtaget politik.

<sup>46</sup> Se også Stefan Gottschalck Anbro, Alina Grecu, Mathias Busk Tjørnum og Robert Wederkinck, *Omfattende danske handels- og investeringsrelationer med USA*, Danmarks Nationalbank og Danmarks Statistik, marts 2025.

FIGUR 32

### Kun en lille del af eksporten til USA krydser den danske grænse



Anm.: Beregnet på baggrund af udenrigshandlen. Opgjort som summen af den danske eksport i 2024 i løbende priser.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Moderat fremgang på de danske eksportmarkeder bidrager til højere investeringslyst i de danske industrivirksomheder

De seneste års rentestigninger har medvirket til at reducere de samlede erhvervsinvesteringer, som siden begyndelsen af 2022 er faldet med 1,5 pct., se figur 33. Erhvervsinvesteringerne er dog i løbet af 2024 igen begyndt at stige, hvilket bl.a. skal ses i lyset af højere vækst på de danske eksportmarkeder, og at pengepolitikken gradvist bevæger sig mod at blive neutral.<sup>47</sup> Ændringer i de pengepolitiske renter påvirker investeringerne med en vis forsinkelse, bl.a. fordi virksomheder ofte har en længere beslutningshorisont, og fordi der kan gå en vis tid fra beslutning til implementering af investeringen.<sup>48</sup> Aktuelt kan højere usikkerhed i verdensøkonomien bl.a. som følge af trusler om forhøjede toldsatser fra USA dæmpe investeringslysten.

Den kraftige fremgang i dansk produktion i udlandet de seneste år kan imidlertid have effekt for tolkningen af udviklingen i de samlede erhvervsinvesteringer. På den ene side kræver danske produktion i udlandet ikke investeringer i fysisk kapital i Danmark, og eventuelle danske investeringer i udenlandsk produktionskapacitet afspejles derfor ikke i de samlede erhvervsinvesteringer. På den anden side indgår investeringer i intellektuelle rettigheder, herunder forskning og udvikling, i de samlede erhvervsinvesteringer, hvilket i høj grad muliggør værdiskabelsen fra produktionen i udlandet. Investeringer i intellektuelle rettigheder har de seneste år ligget ganske stabilt, hvis man ser bort fra en række store enkeltstående patenter, se figur 34.

Bygningsinvesteringerne steg med 8,2 pct. fra udgangen af 2023 til udgangen af 2024, og det er især dem, der det seneste år har båret fremgangen for de samlede erhvervsinvesteringer. Fremgangen kommer efter markante fald i



**Erhvervsinvesteringerne er igen begyndt at stige i løbet af 2024.**

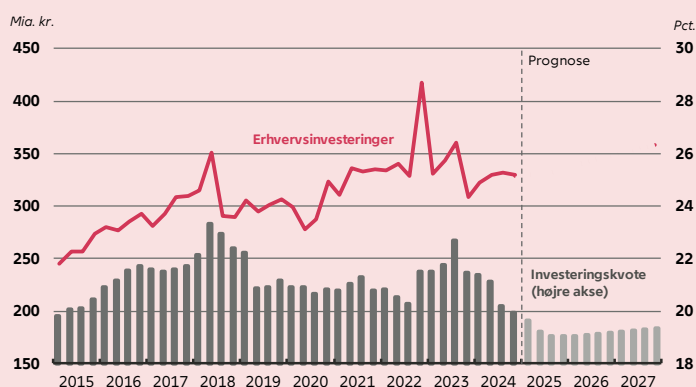
<sup>47</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

<sup>48</sup> Se Bonin, Cucic, Kuchler og Otte, Den pengepolitiske investeringskanal i Danmark, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, juni 2024.

byggeinvesteringerne, som siden begyndelsen af 2023 er faldet med næsten 7 pct. Samtidig er investeringerne i maskiner, inventar og transportmidler faldet støt siden begyndelsen af 2021. Set i forhold til den samlede værdiskabelse i den private sektor, dvs. investeringskvoten for materiel, er investeringskvoten faldet siden slutningen af 2018 og er i dag på et lavere niveau end i perioden efter finanskrisen.

FIGUR 33

### Investeringerne forventes at stige svagt de kommende år

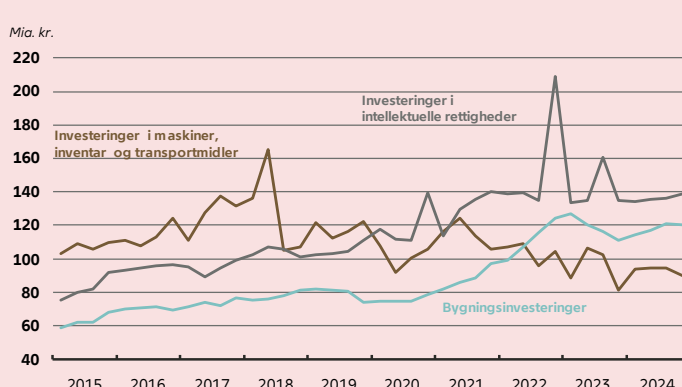


Anm.: Investeringskvoten er opgjort som et 4-kvartalers glidende gennemsnit af forholdet mellem de samlede erhvervsinvesteringer og bruttoværditilvækst i den private sektor.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 34

### Investeringer i intellektuelle rettigheder er på et højt niveau



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Erhvervsinvesteringerne skønnes at stige de kommende år, som følge af at pengepolitikken gradvist vil blive neutral for den økonomiske aktivitet i løbet af 2025, og at væksten på de danske eksportmarkeder fortsat vil være moderat. På helt kort sigt forventes højere usikkerhed i verdensøkonomien at bidrage til at holde investeringslysten nede. I takt med at pengepolitikken gradvist bevæger sig mod at blive neutral,<sup>49</sup> forventes væksten i de samlede erhvervsinvesteringer at tage lidt til. De samlede erhvervsinvesteringer forventes at stige med 0,8 pct. i år, 3,4 pct. i 2026 og 3,3 pct. i 2027.

### Udsigt til fortsat store overskud på betalingsbalancens løbende poster

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster er steget kraftigt igennem 2024 og udgjorde i 4. kvartal ca. 13 pct. af BNP,<sup>50</sup> se figur 35. Stigningen igennem året skyldes både en stigning i overskuddet på tjenestebalancen og en yderligere stigning i overskuddet på varebalancen. Overskuddet på varebalancen er de seneste år steget som følge af salg af varer, der er produceret i udlandet under dansk ejerskab.

Spotpriserne på fragtrater steg i 2024 som resultat af uroligheder i Rødehavet og højere global efterspørgsel. Urolighederne i Rødehavet har betydet, at antallet af gennemgående skibe gennem hele 2024 har været ca. halveret i forhold til 2023.

<sup>49</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

<sup>50</sup> Baseret på data for betalingsbalancen, offentliggjort 11. marts 2025.



**Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at blive holdt oppe af overskuddet på varebalancen.**

De højere rater har ligesom i 2022 resulteret i et højere overskud på tjenestebalancen, omend i mindre omfang end tidligere.

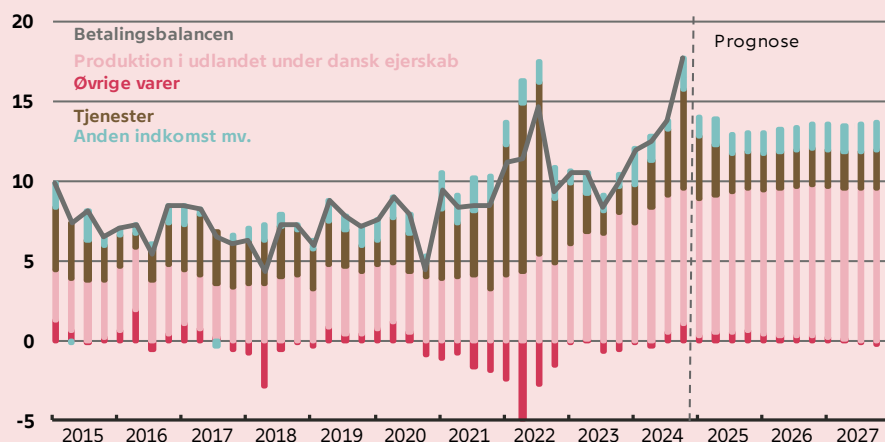
I begyndelsen af 2025 er fragtraterne igen faldet, men er fortsat på et højere niveau sammenlignet med 2023 og årene før pandemien. Med udgangspunkt i en række futurespriser for fragtrater forventes de at forblive stabile på det nuværende niveau de kommende år. Overskuddet på tjenestebalancen forventes på den baggrund også at aftage en smule sammenlignet med 2024. Ved udgangen af prognosehorisonten forventes fragtraterne dog stadig at være på et højere niveau end i 2023, og overskuddet på tjenestebalancen forventes at være ca. 2 pct. af BNP.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes i overvejende grad at blive holdt oppe af overskuddet på varebalancen. Overskuddet på betalingsbalancen forventes at være relativt stabilt de kommende år. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at udgøre 13,1 pct. af BNP i år, 13,5 pct. næste år og 13,8 pct. i 2027.

FIGUR 35

### Overskuddet på tjenestebalancen er steget

Pct. af BNP



Anm.: Tjenester er opgjort ekskl. forarbejdningstjenester, som indgår i produktion i udlandet under dansk ejerskab. Produktion i udlandet under dansk ejerskab er en regnskabsmæssig opgørelse og indgår i den samlede varebalance. Figuren er baseret på data fra foreløbigt nationalregnskab, 4. kvartal 2024. Betalingsbalancen er ved dataoffentliggørelsen 11. marts 2025 blevet revideret ned i løbet af 2024.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## 06

## Fremgang i husholdningernes økonomi

De danske husholdninger holder stadig igen med forbruget til trods for stigende reale disponible indkomster og store formuer. Tilbageholdenheden afspejles også i forbrugertilliden, som er faldet i løbet af det seneste år.

Tilbageholdenheden ses imidlertid ikke på boligmarkedet, hvor prisen på et enfamiliehus ifølge Boligsiden er steget med 4,7 pct. i løbet af 2024.

Med forventning om et fortsat stærkt arbejdsmarked og stigende købekraft vurderes væksten i det private forbrug gradvist at tage til og generelt at vokse på linje med indkomsterne i løbet af prognosen.

Boligpriserne forventes de kommende år at stige som resultat af yderligere vækst i husholdningernes disponible indkomst, drevet af reallønsfremgang, og et stadig stærkt arbejdsmarked.

### Fortsat dæmpet forbrug trods indkomstfremgang

Husholdningernes forbrug er fortsat afdæmpet, og det samlede reale forbrug er i løbet af det seneste år steget svagt.

Forbruget holdes aktuelt oppe af stigende tjenesteforbrug og forbrug af varige forbrugsgoder såsom møbler og især biler, se figur 36. Bilforbruget, som udgør ca. 5 pct. af det samlede forbrug, er dog særdeles følsomt over for ændringer i fx skatter og afgifter. De store udsving de seneste år skal ses i sammenhæng med, at bl.a. registreringsafgiften på visse typer elbiler blev forhøjet i begyndelsen af 2024. Omvendt har forbruget af ikke-varige goder som fødevarer og beklædning ifølge nationalregnskabet været faldende det seneste år. Det står i kontrast til udviklingen i både detailsalget og data for forbrugernes transaktioner, som omvendt peger på en fremgang inden for disse forbrugstyper.<sup>51</sup>

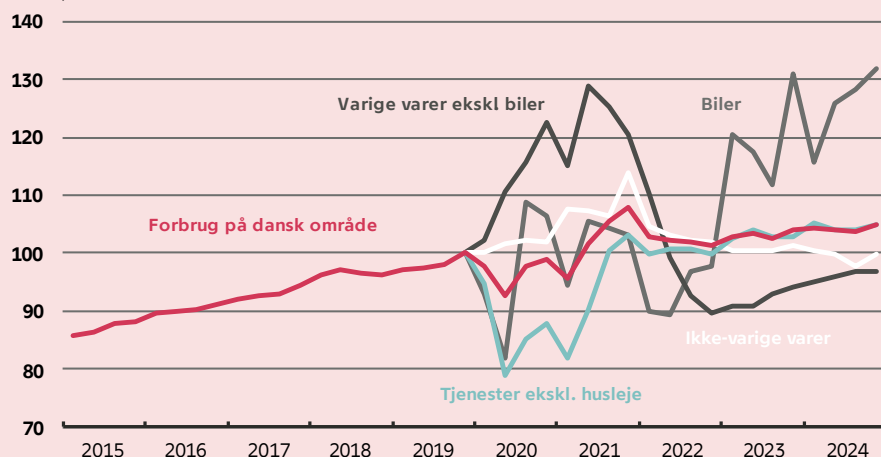


**Udviklingen i husholdningernes forbrug har både i euroområdet og Danmark været svag de seneste år.**

FIGUR 36

### Udviklingen i forbrugskomponenter giver et blandet billede

Indeks, 4. kvartal 2019 = 100



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Udviklingen i husholdningernes forbrug i euroområdet har, ligesom i Danmark, været svag de seneste år, hvilket bl.a. skyldes stram pengepolitik. Fremgang i købekraften i slutningen af 2024 bidrog dog til, at forbrugsvæksten tog til igen, og væksten var i 3. kvartal kraftigere end herhjemme. I USA stiger forbruget kraftigere end i euroområdet, og forbruget er steget med mere end 2 pct. om året siden begyndelsen af 2022. Der er dog tale om store forskelle i forbruget på tværs af indkomstgrupper, hvor forbrugsfremgangen stort set udelukkende er drevet af høj- og mellemindkomst-husholdninger.<sup>52</sup>

Tilbageholdenheden i husholdningerne herhjemme afspejles bl.a. i, at forbrugskvoten, dvs. den andel af husholdningernes disponible indkomst, som

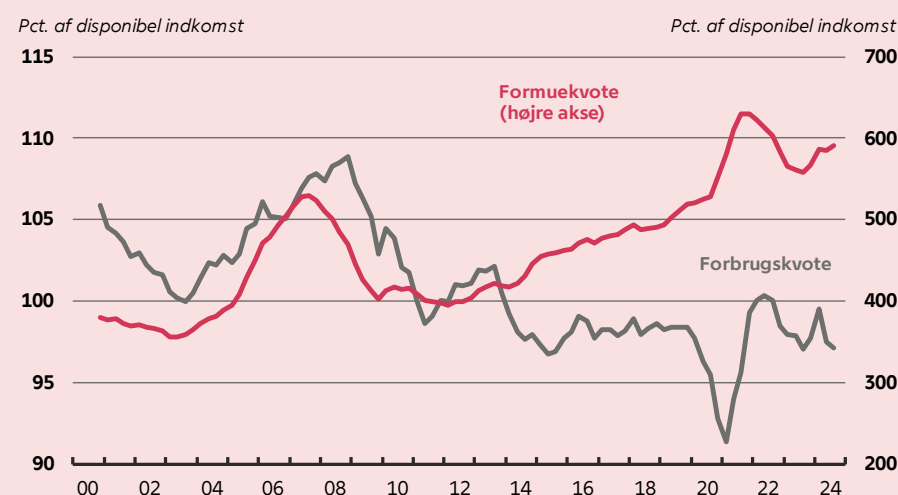
<sup>51</sup> Det samlede detailomsætningsindeks steg med 2,1 pct. i 2024, mens transaktionsdata for forbruget af varer steg 1,8 pct. i samme periode.

<sup>52</sup> Fx har den amerikanske Federal Reserve Bank, FED, udviklet et mål for forbrug efter indkomst, der viser, at mellem- og højindkomst-husholdninger har understøttet den stærke vareefterspørgsel i den amerikanske økonomi de seneste år, mens lavindkomst-husholdninger har haft et mere fladt forbrug i perioden efter pandemien. Se Hoke, Feler og Chylak, A Better Way of Understanding the US Consumer: Decomposing Retail Spending by Household Income, FEDS Notes, oktober 2024.

går til forbrug, er faldet det seneste år, se figur 37. Det vidner om fortsat tilbageholdende danske forbrugere, men skyldes bl.a. også, at en del af indkomstfremgangen det seneste år kan henføres til indkomsttyper som fx aktieindkomst, der i højere grad er en del af indkomstgrundlaget for personer med relativt lav marginal forbrugstilbøjelighed.<sup>53</sup> Tilbageholdenheden i husholdningerne ses også i forbrugertilliden, som er på et lavt niveau og afspejler, at husholdningernes forventninger til deres egen og dansk økonomi er pessimistiske. Det skal formentlig også ses i sammenhæng med den aktuelle usikkerhed i verdensøkonomien.

FIGUR 37

### Afdæmpet forbrugslyst til trods for historisk høje formuer



Anm.: 4-kvartalers glidende gennemsnit. Formuekvoten er beregnet som summen af husholdningernes aktie-, bolig- og pensionsformue fratrasket skat samt anden formue fratrasket bruttogæld som andel af disponibel indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den svage udvikling i forbruget er formentlig også et udtryk for, at visse husholdninger har oplevet, at deres budgetter er pressede. Det skyldes bl.a., at mange husholdningers budgetter er påvirket af højere renteudgifter som følge af de seneste års stramme pengepolitik. Selvom de pengepolitiske renter igennem 2024 er blevet sænket, vurderes effekten fra den stramme pengepolitik stadig at have haft en vis dæmpende effekt på aktiviteten det seneste år. Først i løbet af 2025 vurderes pengepolitikken at blive neutral for aktiviteten.<sup>54</sup>

Husholdningernes oplevelse af et presset budget kan også være et resultat af, at priserne på en række nødvendighedsgoder såsom fødevarer er steget kraftigere end øvrige varer og tjenester de seneste år. Fødevarerpriserne er i dag ca. 23 pct. højere, end før inflationen tog til i begyndelsen af 2022, mens lønningerne på det private arbejdsmarked i samme periode er steget med ca. 13 pct.<sup>55</sup>

<sup>53</sup> Se Økonomiministeriet, *Fordeling og incitamenter 2023*.

<sup>54</sup> Se Danmarks Nationalbank, *På vej mod en neutral pengepolitik i 2025*, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025

<sup>55</sup> Målt ved udviklingen i Dansk Arbejdsgiverforenings lønindeks for fremstillingsindustrien.

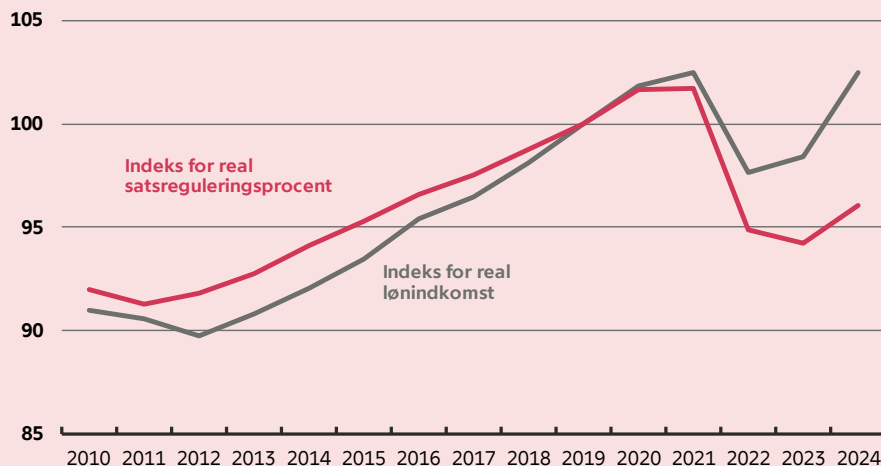
De højere priser på en række nødvendighedsgoder kan især have påvirket en række husholdninger, hvis primære indtægt er offentlige indkomstoverførsler. De offentlige indkomstoverførsler reguleres med udgangspunkt i satsreguleringen med to års forsinkelse i forhold til lønudviklingen på det private arbejdsmarked. Det har betydet, at den gennemsnitlige udvikling i overførselsindkomstsatserne har været betydeligt lavere end den gennemsnitlige lønindkomst de seneste år, mens indkomstsatserne i 2026 forventes at stige kraftigere som resultat af de relativt høje lønstigninger i 2024, se figur 38.<sup>56</sup> Overførselsindkomsterne udgør 10-15 pct. af den samlede disponible indkomst og reguleres i år med 3,6 pct. Det forventes at bidrage til at hæve købekraften blandt denne gruppe af forbrugere, som kan have en højere marginal forbrugstilbøjelighed.

Herhjemme har husholdningerne imidlertid høje nettoformuer i forhold til deres indkomster, se figur 37. Til trods for at en del af husholdningernes formuer er bundet i fx bolig, vurderes det, at de høje nettoformuer har understøttet en vis forbrugsudjævning. På den måde har husholdninger, som de seneste år har oplevet de største stigninger i renteudgifter som følge af den stramme pengepolitik, til en vis grad kunnet imødegå højere udgifter ved at reducere deres løbende opsparing. Det har alt andet lige givet en mindre, nedadrettet effekt på forbruget af de stigende nettorenter.<sup>57</sup>

FIGUR 38

#### Den gennemsnitlige udvikling i overførselsindkomstsatserne har været lavere end den gennemsnitlige lønindkomst de seneste år

Indeks, 2019 = 100



Anm.: Indeks for real lønindkomst er beregnet på baggrund af lønudviklingen i fremstillingsindustrien. Indeks for real satsreguleringsprocent er beregnet på baggrund af den gennemsnitlige satsreguleringsprocent. Begge serier er deflateret med HICP. Satsreguleringsprocenten i 2024 er opgjort til 3,2 pct. på baggrund af Økonomisk Redegørelse, december 2024.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>56</sup> Økonomiministeriet forudsætter i Økonomisk Redegørelse, december 2024, at satsreguleringsprocenten i 2026 vil være 5,5 pct.

<sup>57</sup> Se også boks 4 i Danmarks Nationalbank, Udsigt til en stabil prisudvikling i dansk økonomi, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 15, september 2024.

### Lidt højere forbrugsvækst de kommende år

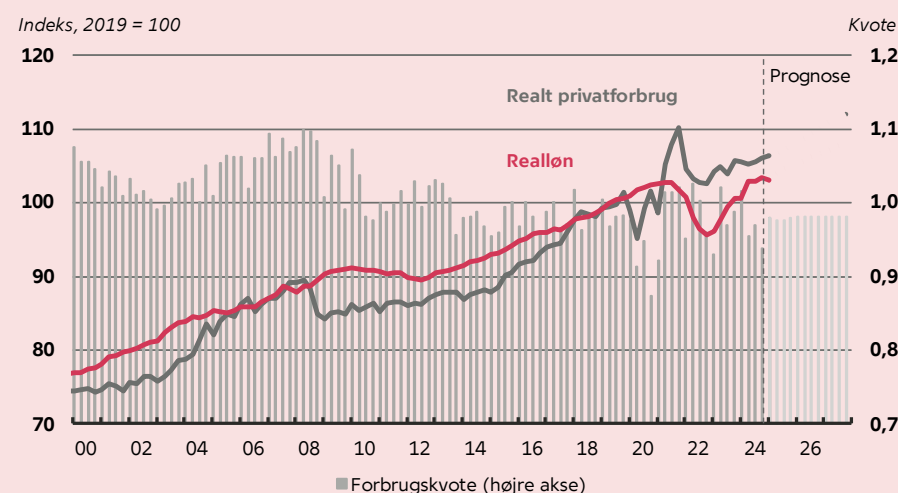
Det private forbrug skønnes at stige 1,4 pct. i år, og henholdsvis 1,8 og 2,2 pct. i 2026 og 2027, se figur 39.

Pengepolitikken bevæger sig i år mod at være neutral, og de seneste års dæmpende effekt på forbruget skønnes derfor at ebbe ud i løbet af i år.<sup>58</sup> Samtidig forventes de realdisponible indkomster at tage til som resultat af stigende realløn og højere overførselsindkomster. Personskattereformen forventes samtidig både i år og næste år at bidrage til at øge forbrugsmulighederne.

Fremgangen i indkomsterne ventes også i lidt større grad end det seneste år at blive omsat til forbrug. Forbruget ventes samlet set at følge udviklingen i indkomsterne, og forbrugskvoten skønnes således at være omtrent uændret gennem prognosen.

FIGUR 39

### Det private forbrug forventes at stige de kommende år



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Udsigt til yderligere fremgang på boligmarkedet, understøttet af stigende indkomster

Husholdningernes tilbageholdenhed i forbruget synes ikke på samme måde at være tilfældet på boligmarkedet. Mens stigningerne i boligpriserne var afdæmpet i 1. halvår 2024, er både handelsaktiviteten og priserne taget til i slutningen af året. Foreløbige tal fra Boligsiden viser, at priserne på enfamiliehuse steg med 2,5 pct. på landsplan i 4. kvartal. Fremgangen i både priser og handelsaktivitet på boligmarkedet har det seneste år især været drevet af stigende realløn, fremgang på arbejdsmarkedet og faldende renter gennem året.

<sup>58</sup> Se Danmarks Nationalbank, På vej mod en neutral pengepolitik i 2025, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 7, marts 2025.

De seneste år har været kendetegnet ved usædvanlige stød til økonomien, som gav udsving i boligpriserne. Effekten fra stødene til økonomien vurderes at have indfundet sig i boligpriserne.<sup>59</sup> De kommende år forventes det at være den fremadrettede udvikling i fundamentale faktorer såsom renter og indkomster, der vil drive udviklingen i boligpriserne.

Boligpriserne skønnes at stige 3,5 pct. i år, og 3,2 pct. i 2026 og 3,2 pct. i 2027. Boligpriserne forventes de kommende år at stige som resultat af yderligere vækst i husholdningernes disponible indkomst, drevet af reallønsfremgang, kombineret med et stadig stærkt arbejdsmarked. Desuden understøttes prisudviklingen af udsigten til lidt lavere boligskatte i 2025 for mange boligejere. Det skyldes, at boligpriserne i de fleste af landets kommuner er faldet fra 2022 til 2024, og ændringen i boligskatte er baseret på denne udvikling.

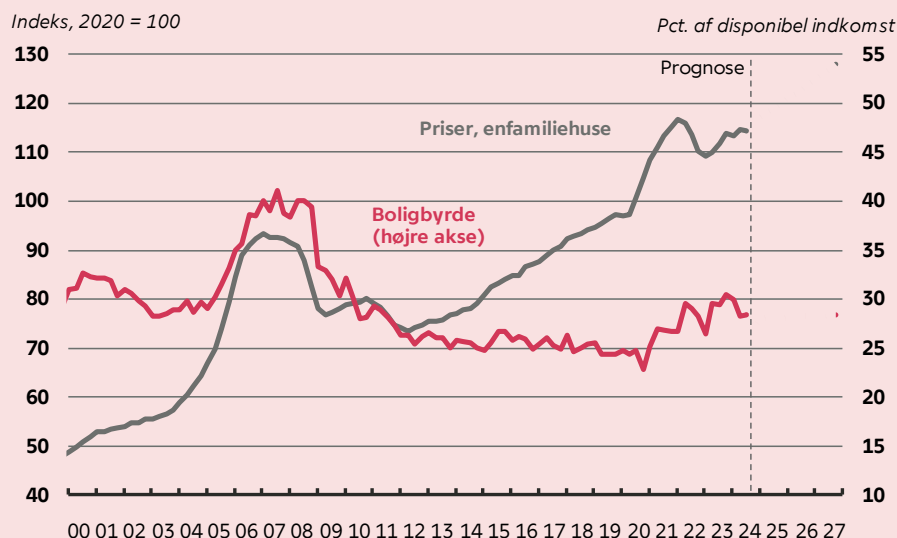
De seneste år er det blevet relativt dyrere at finansiere en bolig i forhold til husholdningernes disponible indkomster. Det betyder, at boligbyrden, dvs. hvor stor en andel af boligkøbernes indkomst der går til at finansiere boligen, er steget i forhold til de foregående ti år, se figur 40. Boligbyrden skønnes igennem prognosen at være omtrent flad.



**Boligpriserne skønnes at stige 3,5 pct. i år, 3,2 pct. i 2026 og 3,2 pct. i 2027.**

FIGUR 40

#### Boligpriserne forventes at fortsætte med at stige



Anm.: Boligbyrden er beregnet som den *stiliserede* boligbyrde. Den stiliserede boligbyrde viser omkostningen ved et køb af et gennemsnitligt hus op til lånegrænsen som procent af den gennemsnitlige disponible indkomst. Serierne er sæsonkorrigerede.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>59</sup> Se Kim Abildgren, Simon Juul Hviid, Asbjørn Westmose Klein, Thomas Krause, Andreas Kuchler, Stine Louise von Rüden og Amy Yuan Zhuang, Store stød til økonomien har drevet boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2024.

## 07

## Risikobilledet er præget af geopolitiske spændinger og handelskonflikter

Det samlede risikobillede for konjunkturudsigterne i dansk økonomi knytter sig særligt til globale risici. Det skyldes især stigende protektionistiske tendenser, hvor øgede toldsatser og mindre global handel kan dæmpe væksten og øge prispresset.

Det ventede opsving i euroområdet kan også udeblive og dæmpe de danske eksportmuligheder. Omvendt kan ekspansiv finanspolitik i USA øge efterspørgslen efter danske varer. De indenlandske risici knytter sig især til den forventede udvikling i den private indenlandske efterspørgsel.

Forhøjede geopolitiske spændinger kan resultere i, at de danske og europæiske forsvarsudgifter stiger betydeligt mere, end hvad der er lagt til grund for prognosen. En betydelig forøgelse af forsvarsudgifterne i Danmark og Europa kan resultere i en periode med øget pres på arbejdsmarkedet og højere inflation. Det kan blive forstærket yderligere, hvis oprustningen samtidig kræver en vis tilpasning af strukturerne i økonomierne, hvor en større del af arbejdskraften og produktionen bliver bundet op på forsvaret.

Nationalbanken vurderer, at der i dansk økonomi aktuelt ikke er tegn på større makroøkonomiske ubalancer under opbygning, som kan forstærke en mulig lavkonjunktur i tilfælde af uforudsete stød til global økonomi. Sunde offentlige finanser giver yderligere et godt udgangspunkt for at modstå uventede økonomiske modvinde, hvis nogle af risikoscenarierne materialiserer sig.

### Udsigterne for dansk økonomi er behæftet med betydelige risici

Udsigterne for dansk økonomi er forbundet med både opadrettede og nedadrettede risici, og Nationalbankens hovedscenarie for udviklingen i dansk økonomi vurderes at være forbundet med ekstraordinært stor usikkerhed.

Danmark er som en lille, åben økonomi i høj grad afhængig af udviklingen globalt og blandt vores største handelspartnere. Og prognosen forudsætter med udgangspunkt i internationale vækstprognoser en moderat vækst på de danske eksportmarkeder. Væksten i verdensøkonomien er dog behæftet med en række nedadrettede risici, der især knytter sig til den geopolitiske udvikling og handelsmæssige konflikter, se figur 41. De indenlandske risici knytter sig især til den forventede udvikling i den private indenlandske efterspørgsel, hvor bl.a. øgede forsvarsudgifter kan resultere i et forhøjet kapacitetspres.

Dansk økonomi står i udgangspunktet godt rustet til at modstå abrupte ændringer i økonomien. Det skyldes, at der i øjeblikket ikke er tegn på nogen væsentlige ubalancer under opbygning i dansk økonomi, som kan forstærke en potentiel lavkonjunktur. Sunde offentlige finanser giver yderligere et godt udgangspunkt for at modstå uventede økonomiske modvinde, hvis nogle af risikoscenarierne materialiserer sig.

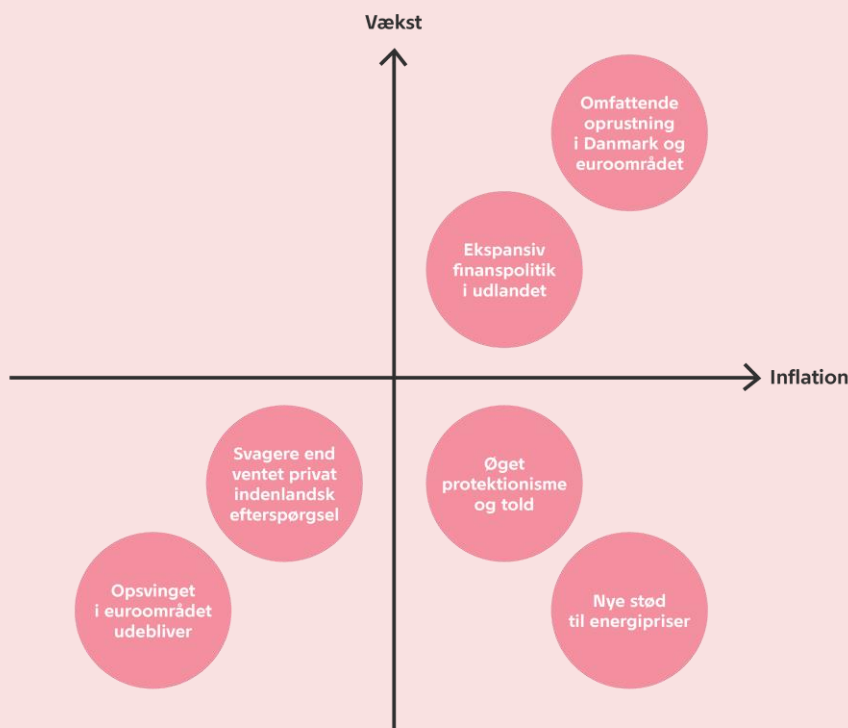


**Danmark er som en lille, åben økonomi i høj grad afhængig af den globale udvikling.**

FIGUR 41

### Risikobilledet er præget af globale risici

Risikobilledet for dansk økonomi



Anm.: Der er ikke tale om en rangering inden for hver kvadrant.

Kilde: Egen illustration.

### Øget protektionisme og højere told kan dæmpe danske virksomheders afsætningsmuligheder

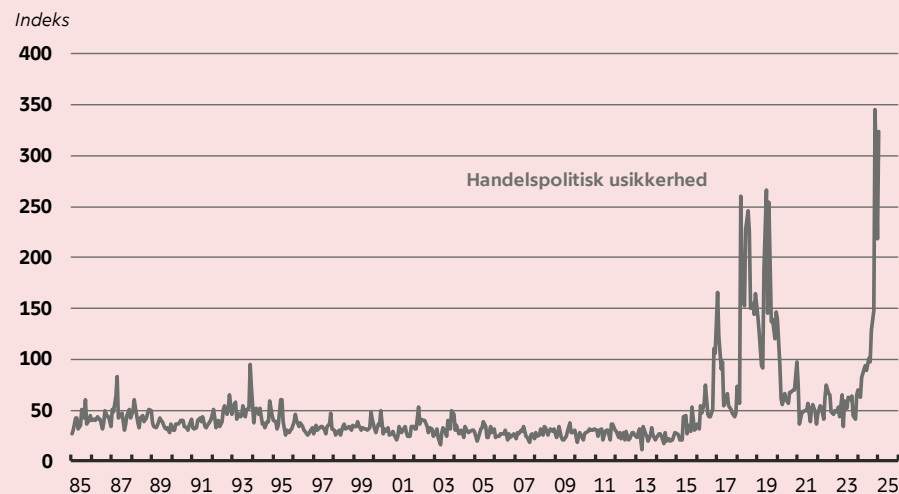
En af de mest centrale risici for væksten i dansk økonomi er øget protektionisme, told og stigende fragmentering af global handel. Det afspejles også i et historisk højt niveau for et indeks for den målte handelspolitiske usikkerhed, se figur 42. De seneste år er mængden af handelsbegrænsende tiltag på globalt plan steget støt, og samtidig bliver globale forsyningskæder længere, fordi direkte handel mellem lande med modstridende politiske interesser erstattes af indirekte handel gennem forbindelseslande.

Udmeldinger fra den amerikanske administration kombineret med de seneste års protektionistiske tendenser udgør en risiko for global økonomisk integration. En omfattende tilbagerulning af globaliseringen eller en betydelig fragmentering af verdenshandlen vil få store konsekvenser for den globale handel og derigennem for dansk økonomi. Det kan komme til udtryk ved sværere afsætningsmuligheder for de danske eksportvirksomheder og deraf et fald i eksporten. Øget fragmentering af verdenshandlen kan også øge den globale inflation, da både import og produktion bliver dyrere.<sup>60</sup>

FIGUR 42

#### Den handelspolitiske usikkerhed er historisk høj

Indeks over handelspolitisk usikkerhed (*Trade Policy Uncertainty, TPU*)



Anm: Figuren viser indekset over handelspolitisk usikkerhed (TPU). TPU-indekset er baseret på automatiserede tekstøgninger i de elektroniske arkiver for syv aviser: Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal og Washington Post. Indekset beregnes ved at tælle den månedlige frekvens af artikler om handelspolitisk usikkerhed som en andel af det samlede antal nyhedsartikler for hver avis. Indekset normaliseres derefter til en værdi af 100 for en artikelandel på 1 pct.

Kilde: Dario Caldara, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino og Andrea Raffo, The economic effects of trade policy uncertainty, *Journal of Monetary Economics*, nr. 109, 2020, side 38-59.

<sup>60</sup> Se Branner, Bentsen, van Deurs og Zhuang, Fragmentering af global handel kan udfordre dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 16, oktober 2024.

USA har allerede indført 25 pct. told på import fra EU af bl.a. stål og aluminium, og EU har som modsvar også indført højere toldsatsen rettet mod amerikanske industrivarer. Der er aktuelt fortsat risiko for, at der indføres en mere omfattende told på handlen mellem USA og EU. Øgede toldsatsen udgør en nedadrettet risiko for væksten i Danmark på især kort sigt, fordi det bliver sværere for danske virksomheder at sælge deres varer til USA. Dog viser modelberegninger, at øget told på handel mellem EU og USA på lang sigt vil få mindre konsekvenser for dansk økonomi, se boks 4 i kapitel 4 for en uddybning.

### Større behov for militær oprustning kan skabe kapacitetspres

Efter Ruslands angreb på Ukraine i 2022 har både Danmark og mange europæiske lande øget deres forsvarsudgifter markant. Det er muligt, at de geopolitiske spændinger vil føre til en situation, hvor der er et behov for en endnu større og markant hurtigere forøgelse af forsvarsudgifterne både herhjemme og i resten af Europa end lagt til grund i prognosen.

Danmark har i forbindelse med forsvarsforliget hævet forsvarsudgifterne til NATO-kravet på 2 pct. af BNP, og over 3 pct. i år og næste år. Der er aktuelt diskussioner om, hvorvidt NATO-medlemslandene skal hæve deres forsvarsudgifter ud over de 2 pct., og EU har åbnet op for at bruge yderligere 6.000 mia. kr. på forsvarsudgifter.

En betydelig forøgelse af forsvarsudgifterne i Danmark og Europa kan resultere i en periode med øget pres på arbejdsmarkedet og højere inflation. Det kan blive forstærket yderligere, hvis oprustningen samtidig kræver en vis tilpasning af strukturerne i økonomierne, hvor en større del af arbejdskraften og produktionen bliver bundet op på forsvaret.

Hvor stor aktivitetsvirkning den øgede oprustning vil have på dansk og europæisk økonomi, afhænger i sidste ende af størrelsen på oprustningen, finansieringen og den præcise udmøntning heraf. I den økonomiske litteratur er der dog overvejende enighed om, at en større oprustning risikerer at øge kapacitetspresset og lede til et generelt øget prispres – især hvis oprustningen er gældsfinansieret.<sup>61</sup> Hvis forsvarsloftet i euroområdet giver anledning til øget inflationspres, må pengepolitikken forventes at modgå dette. I kraft af Danmarks fastkurspolitik vil strammere pengepolitik i euroområdet også dæmpe noget af aktivitetsvirkningen i Danmark. En større og hurtigere forøgelse af forsvarsudgifterne herhjemme end i euroområdet kan risikere at skabe et selvstændigt dansk kapacitetspres.

### Stød til energipriserne kan puste til inflationen

Udviklingen i den geopolitiske situation udgør en opadrettet risiko for energipriserne. Særligt stigninger i gasprisen udgør en risiko for dansk og europæisk økonomi, da balancen mellem udbud og efterspørgsel fortsat er meget skrøbelig. EU har efter Ruslands invasion af Ukraine udfaset størstedelen af russisk gasimport og er i dag afhængig af at kunne dække gasefterspørgslen ved at købe flydende gas, LNG, på spotmarkedet.

Foruden geopolitiske risici kan vejret påvirke energipriserne. Særligt slutningen af 2024 var præget af høje elpriser grundet en længere periode med overskyet og vindstille vejr samt kolde temperaturer i dele af Europa. Lange perioder med ugunstige vejrforhold kan føre til stigninger i energipriserne, fordi produktionen af energi fra vedvarende energikilder er lav, og en større del af elproduktionen dermed kommer fra naturgas.



**En betydelig forøgelse af forsvarsudgifterne i Danmark og Europa kan resultere i en periode med øget pres på arbejdsmarkedet og højere inflation.**

<sup>61</sup> Se boks 2 i Danmarks Nationalbank, Udsigt til en stabil prisudvikling i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 15, september 2024.

### **Det er muligt, at væksten på de danske eksportmarkeder bliver både stærkere og svagere end forventet**

Europa er Danmarks største handelspartner, og dermed er udviklingen i Europa af afgørende betydning for væksten herhjemme. Fremgang i europæisk økonomi kan dog vise sig at blive mere afdæmpet end i hovedscenariet, hvis den forventede vækst på en række vigtige eksportmarkeder såsom Tyskland og Sverige udebliver. Det kan fx ske, hvis den lave erhvervstillid i tysk industri breder sig til andre dele af økonomien, eller hvis de strukturelle udfordringer i den tyske økonomi slår den europæiske vækst ud af kurs. Hvis fremgangen udebliver, vil det smitte af på dansk økonomi. Også udviklingen i Kina kan udfordre væksten. En mere markant opbremsning i kinesisk økonomi vil føre til lavere global vækst, især hvis boligmarkedet udvikler sig mere ugunstigt end forventet.

På den anden side kan væksten på de danske eksportmarkeder også blive stærkere. Stigninger i andre offentlige udgifter end forsvarsudgifter kan også gøre finanspolitikken mere ekspansiv end forudsat i prognosen. Ekspansiv finanspolitik i udlandet vil øge eksportmarkedsvæksten og dermed efterspørgslen efter danske varer, hvilket risikerer at øge kapacitetspresset herhjemme. Udmeldinger fra den amerikanske administration tyder på, at der vil blive ført en mere ekspansiv finanspolitik i USA, og i Europa kan klimatilpasning og demografi nødvendiggøre større offentlige investeringer. Hvis ekspansiv finanspolitik øger inflationspresset, må pengepolitikken forventes at modgå det.

En reduktion i fx de geopolitiske spændinger vil potentielt kunne reducere den høje usikkerhed og dermed styrke forbrugertilliden. Dette vil kunne øge det private forbrug og investeringerne og dermed udgøre et opadrettet risikoscenarie for væksten i dansk økonomi. Desuden kan politiske initiativer i EU, herunder målrettede reformer og investeringer, forbedre tilliden blandt husholdninger og virksomheder og derved understøtte højere vækst.

### **Der er risiko for, at presset i økonomien udvikler sig anderledes i Danmark end i euroområdet**

Globale risikofaktorer, der ikke påvirker konjunktursituationen anderledes i Danmark end i euroområdet, giver i udgangspunktet ikke anledning til at ændre finanspolitikken herhjemme. Nationalbanken vurderer, at der som udgangspunkt ikke er betydelige forskelle i risikobilledet for Danmark og euroområdet.

Risikoen for udviklingen i dansk økonomi knytter sig især til, at der igen opstår udbredt pres på arbejdsmarkedet. For eksempel kan presset på arbejdsmarkedet blusse op igen, hvis efterspørgslen i dansk økonomi stiger hurtigt og kraftigt. Det kan bl.a. udløses af en pludselig forbedring i husholdningernes forbrugslust, som fører til, at forbrugskvoten stiger kraftigt fra det nuværende forholdsvis lave niveau. Desuden skaber de danske husholdningers store formuer i forhold til husholdningerne i euroområdet forudsætningen for et pludseligt forbrugsdrevet indenlandsk opsving.

Omvendt kan den forventede fremgang i det private forbrug og erhvervsinvesteringerne også udeblive. Det kan bl.a. ske, hvis den aktuelt høje globale usikkerhed påvirker forbrugs- og investeringslysten i større omfang end lagt til grund i prognosen.

Væksten i dansk økonomi har de seneste år været drevet af få, store virksomheder og deres aktiviteter i udlandet.<sup>62</sup> Den stigende betydning af de største danske virksomheder kan potentielt øge udsvingene i dansk økonomi og

<sup>62</sup> Se Simon Juul Hviid, Rasmus Rold Sørensen, Morten Spange, Tobias Renkin og Mia Renee Herløv Jørgensen, Stigende betydning af de største virksomheder, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, marts 2025.

gøre udviklingen i BNP mere følsom over for udsving i få virksomheder. Det er forventningen, at store virksomheder også fremover vil bidrage til væksten i dansk økonomi, og at især medicinalindustrien vil fortsætte sin fremgang. En større afhængighed i dansk økonomi af få store virksomheder kan resultere i både en stærkere og svagere udvikling i aktiviteten end forudsagt i hovedscenariet. En stærkere udvikling kan fx ske, hvis det hurtigt lykkes at udvide produktionen af diabetes- og vægttabsmedicin for at imødekomme stærkere efterspørgsel på verdensplan. Det kan løfte væksten både direkte og indirekte via højere aktivitet hos branchens underleverandører.

TABEL 2

Centrale økonomiske størrelser

| Realvækst i forhold til perioden før, pct.      |       |       |       |       | 2024   |        |        |
|-------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
|                                                 | 2024  | 2025* | 2026* | 2027* | 2. kv. | 3. kv. | 4. kv. |
| BNP                                             | 3,6   | 3,6   | 2,3   | 2,0   | 1,4    | 1,3    | 1,6    |
| Privat forbrug <sup>1</sup>                     | 0,9   | 1,4   | 1,8   | 2,2   | -0,3   | 0,2    | 0,6    |
| Offentligt forbrug                              | 1,8   | 2,9   | 0,6   | 0,9   | -0,4   | 0,8    | 1,6    |
| Boliginvesteringer                              | 1,7   | 2,5   | 2,3   | 2,4   | 5,1    | 5,0    | -2,1   |
| Offentlige investeringer                        | 5,7   | 35,1  | 0,5   | -8,5  | -1,6   | 6,8    | 1,9    |
| Erhvervsinvesteringer                           | -2,2  | 0,8   | 3,4   | 3,3   | 2,1    | 0,8    | -0,9   |
| Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>             | -1,4  | 0,0   | 0,4   | 0,3   | 6,9    | 4,8    | 4,5    |
| Eksport                                         | 7,6   | 6,0   | 3,6   | 3,1   | 4,0    | 0,6    | 4,1    |
| Industrieksport                                 | 12,3  | 9,6   | 4,7   | 3,8   | 3,8    | 4,5    | 6,0    |
| Import                                          | 1,7   | 5,5   | 3,7   | 3,2   | 1,5    | -0,3   | 0,7    |
|                                                 |       |       |       |       |        |        |        |
| Beskæftigelse, 1.000 personer                   | 3.229 | 3.247 | 3.260 | 3.271 | 3.225  | 3.228  | 3.240  |
| Ledighed, brutto, 1.000 personer                | 87    | 88    | 90    | 91    | 87     | 87     | 87     |
| Betalingsbalance <sup>3</sup> , pct. af BNP     | 13,1  | 13,1  | 13,5  | 13,8  | 12,5   | 14,0   | 13,9   |
| Offentlig saldo, pct. af BNP                    | 4,2   | 2,0   | 2,2   | 2,4   | 4,1    | 3,0    | 5,3    |
| Huspriser <sup>4</sup> , pct. år-år             | 3,2   | 3,5   | 3,2   | 3,2   | 4,3    | 2,2    | 2,1    |
| Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år              | 1,3   | 2,0   | 1,7   | 1,7   | 1,5    | 1,2    | 1,7    |
| Kerneinflation, pct. år-år                      | 1,5   | 1,7   | 1,8   | 1,8   | 2,0    | 1,2    | 1,2    |
| Timeløn <sup>5</sup> (fremstilling), pct. år-år | 5,4   | 3,6   | 3,4   | 3,2   | 6,9    | 4,8    | 4,5    |

<sup>1</sup> Omfatter både husholdninger og NPISH.  
<sup>2</sup> Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).  
<sup>3</sup> 2024 er baseret på offentliggørelsen af betalingsbalancens løbende poster, 11. marts 2025.  
<sup>4</sup> Nominelle priser på enfamiliehuse.  
<sup>5</sup> Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.  
Anm.: \* angiver prognose. Offentlig saldo og huspriser i 2024 er også skøn.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

# Bilag: Antagelser og ændringer i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved hjælp af Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2024. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. marts 2025. 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 2,8 pct. i 2025, 3,1 pct. i 2026 og 3,1 pct. i 2027, se tabel A1. Lønstigningerne i udlandet forudsættes gradvist at aftage fra 4,6 pct. i 2024 til 3,3 pct. i 2025 og 3,2 pct. i 2026 og 2027. Prisstigningerne på importerede varer og tjenester forudsættes at stabilisere sig omkring 2 pct. Forudsætningerne er baseret på seneste prognose fra OECD fra december 2024, som inkluderer eksplicite forudsætninger om Danmarks eksportmarkedsvækst, konkurrentpriser i udlandet og justeringer baseret på andre internationale organisationers prognoser og økonomiske data siden da.

## Renter, valuta og energipriser

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Pengemarkedsrenten målt ved DESTR forudsættes på den baggrund at være 2,1 pct. i 2025, 1,8 pct. i 2026 og 2,1 pct. i 2027.

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

Energipriser antages som udgangspunkt at følge udviklingen i oliepriserne, der i prognoseperioden forudsættes at følge futurespriser. Olieprisen i prognosen er fastlagt på baggrund af et gennemsnit af futurespriserne i marts forud for afslutningen af talgrundlaget. Olieprisen var i første tredjedel af marts omkring 71 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til 68 dollar pr. tønde ved udgangen af 2027.

I lyset af de seneste års særlige udviklinger i prisen på gas og elektricitet tages der ligesom i Nationalbankens seneste prognoser også højde for prisudviklingen på gas og elektricitet i denne prognose. Ligesom for oliepriserne antages gaspriserne at følge futuresprisen fremadrettet, og de antages at falde resten af 2025 til ca. 300 kr. pr. MWh fra det aktuelle niveau på ca. 322 kr. pr. MWh og derefter ende ved omkring 218 kr. pr. MWh ved udgangen af 2027. Elektricitetsprisen antages at følge futuresprisen de første fire måneder, men på grund af at der handles få kontrakter med levering længere frem, og at der er væsentlige sæsonudsving i futurespriserne, antages elektricitetspriserne derefter at følge futurespriserne på gas. Prisen på elektricitet antages på den baggrund at falde til omkring 430 kr. pr. MWh i juni 2025, sammenlignet med det aktuelle niveau på 591 kr. pr. MWh, hvorefter udviklingen følger faldet fra gasfutures.

Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt finansloven i *Økonomisk Redegørelse*, december 2024 og det mellemfristede forløb i *Opdateret 2030-forløb*, februar 2025. Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at stige med 2,9 pct. i 2025, 0,6 pct. i 2026 og 0,9 pct. i 2027. De offentlige investeringer antages at stige med 35,1 pct. i 2025, 0,5 pct. i 2026 og falde med 8,5 pct. i 2027. Aftalen om Accelerationsfonden er beregningsteknisk kategoriseret som offentlige investeringer med 25 mia. kr. i 2025 og 2026 (2025-priser).

TABEL A1

Oversigt over prognosens antagelser

|                                            | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  |
|--------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>International økonomi</b>               |       |       |       |       |
| Eksportmarkedsvækst, pct., år-år           | 1,8   | 2,8   | 3,1   | 3,1   |
| Udenlandsk pris, pct., år-år <sup>1</sup>  | 0,7   | 2,5   | 1,9   | 2,0   |
| Udenlandsk timeløn, pct., år-år            | 4,6   | 3,3   | 3,2   | 3,2   |
| <b>Finansielle forhold mv.</b>             |       |       |       |       |
| Pengemarkedsrente, pct., p.a.              | 3,3   | 2,1   | 1,8   | 2,1   |
| Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a. | 3,2   | 2,7   | 2,9   | 3,0   |
| Effektiv kronekurs, 1980 = 100             | 105,0 | 104,1 | 104,2 | 104,2 |
| Dollarkurs, DKK pr. USD                    | 6,9   | 7,0   | 7,0   | 7,0   |
| Oliepris, brent, USD pr. tønde             | 81,0  | 71,6  | 68,7  | 68,1  |
| <b>Finanspolitik</b>                       |       |       |       |       |
| Offentligt forbrug, pct., år-år            | 1,8   | 2,9   | 0,6   | 0,9   |
| Offentlige investeringer, pct., år-år      | 5,7   | 35,1  | 0,5   | -8,5  |
| Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer    | 879   | 882   | 885   | 888   |

<sup>1</sup> Sammenvejjet importpris for de lande, som Danmark eksporterer til. I prognosen forudsættes de samme vækstrater.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret med 1,3 i 2025 og 0,8 procentpoint i 2026, se tabel A2. Ændrede skøn for eksportmarkedsvækst bidrager til at dæmpe væksten i år og i 2026, mens udenlandske priser og lønninger og især valutakursen bidrager til at øge væksten i år, men dæmper væksten en smule i 2026. Opjusteringen i 2026 afspejler hovedsageligt andre faktorer, primært som følge af opdaterede analytikerforventninger til bestemmelsen af merchanding og processing i dansk eksport.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er nedjusteret med 0,1 procentpoint i både 2025 og 2026. Ændrede forudsætninger om udenlandske lønninger og priser samt valutakurs bidrager til at opjustere skønnet for inflationen i alle år. Det negative bidrag fra andre faktorer i 2025 afspejler, at niveauet for inflationen er kommet lavere ud i slutningen af 2024 end forudsat i forrige prognose. Det negative bidrag fra andre faktorer i 2026 afspejler til dels

forudsætninger om højere priser på 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.

TABEL A2

Ændringer i prognosen

| Pct., år-år                       | BNP  |      |      | Forbrugerpriser, HICP |      |      |
|-----------------------------------|------|------|------|-----------------------|------|------|
|                                   | 2024 | 2025 | 2026 | 2024                  | 2025 | 2026 |
| Prognose fra september            | 2,1  | 2,3  | 1,5  | 1,3                   | 2,1  | 1,8  |
| <b>Bidrag til ændret skøn fra</b> |      |      |      |                       |      |      |
| Eksportmarkedsvækst               | 0,0  | -0,2 | -0,1 | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| Renter                            | 0,0  | 0,0  | 0,1  | 0,0                   | 0,0  | 0,0  |
| Valutakurser                      | 0,1  | 0,4  | -0,1 | 0,0                   | 0,1  | 0,2  |
| Oliepriser                        | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0                   | 0,0  | -0,1 |
| Udenlandske priser og lønninger   | 0,1  | 0,2  | -0,1 | 0,1                   | 0,2  | 0,2  |
| Andre faktorer                    | 1,2  | 0,8  | 0,9  | -0,3                  | -0,5 | -0,5 |
| Denne prognose                    | 3,6  | 3,6  | 2,3  | 1,3                   | 2,0  | 1,7  |

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

# Må vi sende dig *nyheder* fra Nationalbanken?

Få besked om vores nyeste udgivelser  
direkte i din indbakke.

Læs mere om vores nyhedsservice  
og tilmeld dig på [nationalbanken.dk/da/nyhedsservice](http://nationalbanken.dk/da/nyhedsservice),  
eller scan QR-koden.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.  
Læs mere på [nationalbanken.dk/da/rss-feeds](http://nationalbanken.dk/da/rss-feeds).

# Publikationer



## NYT

Nyt er en appetitvækker, der giver et hurtigt indblik i en af Nationalbankens længere publikationer. Nyt er for dig, der har brug for et let overblik og godt kan lide en tydelig vinkling.



## STATISTIKNYHED

Statistiknyheder sætter fokus på de nyeste tal og tendenser i Nationalbankens statistikker. Statistiknyheder henvender sig til dig, der vil have hurtig indsigt i aktuelle finansielle data.



## RAPPORT

Rapporter er en tilbagevendende beretning om Nationalbankens arbejdsområder og virksomhed. Her finder du bl.a. Nationalbankens årsrapport. Rapporter er for dig, der har brug for en status og opdatering på den forgangne periode.



## ANALYSE

Analyser fokuserer på aktuelle emner, som er særligt relevante for Nationalbankens formål. Analyser kan også indeholde Nationalbankens anbefalinger. Her finder du bl.a. vores prognose for dansk økonomi og vores vurdering af den finansielle stabilitet. Analyser henvender sig til dig, der har en bred interesse for økonomiske og finansielle forhold.



## ECONOMIC MEMO

Economic Memo giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Economic Memo indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. Economic Memo henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser.



## WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working Paper henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand.

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  
+45 3363 6363

Redaktionen er afsluttet 12. marts 2025



**DANMARKS  
NATIONALBANK**