

Stigende betydning af de største virksomheder

Et mindre antal store danske virksomheder står for en stigende andel af den økonomiske aktivitet, og de har en væsentlig indflydelse på dansk økonomi. De adskiller sig fra andre virksomheder ved i større udstrækning at basere produktionen på immaterielle aktiver og aktiviteter i udlandet. Det betyder, at BNP kan svinge mere, uden at det øger udsvingene i kapacitetsudnyttelsen tilsvarende. Det gør det endnu vigtigere at se bredt på økonomien ved tilrettelæggelsen af finanspolitikken.

Skrevet af

Simon Juul HviidAdvisor
sjh@nationalbanken.dk**Mia Renee Herløv Jørgensen**Senior Economist
mrhj@nationalbanken.dk**Tobias Renkin**Senior Research Economist
tobr@nationalbanken.dk**Morten Spange**Chief Monetary Policy Advisor
msp@nationalbanken.dk**Rasmus Rold Sørensen**Principal Economist
rrs@nationalbanken.dk

Tidsforbrug

🕒 27 sider



De største virksomheder står for en stigende del af dansk produktion

De største danske virksomheder står for en stigende andel af den økonomiske aktivitet. Størstedelen af disse virksomheder er karakteriseret ved at være globalt orienterede, både med hensyn til afsætningsmarkeder, produktion og ejerskab. Samtidig har de færre indenlandsk beskæftigede og en større brug af immaterielle aktiver sammenlignet med andre store danske virksomheder. Det gør dem i stand til at justere deres produktion med relativt små ændringer i den indenlandske beskæftigelse. Denne udvikling afspejler, at intellektuelle rettigheder i stigende grad bidrager til produktivitetsudviklingen i Danmark.



Koncentration på store virksomheder kan påvirke udsvingene i dansk økonomi

Stigende brug af immaterielle aktiver og produktion i udlandet kan medføre, at produktionen i højere grad kan tilpasses udsving i efterspørgslen med begrænsede konsekvenser for beskæftigelsen i Danmark. Dermed kan det blive sværere at vurdere konjunktursituationen. Koncentrationen af produktionen kan samtidig øge enkeltvirksomheders betydning for de samlede makroøkonomiske udsving. Betydningen mindskes dog af, at de største virksomheder har en relativt lavere grad af afsmitning på resten af økonomien sammenlignet med andre store virksomheder.



Stigende betydning af de største virksomheder har begrænsede implikationer for økonomisk politik

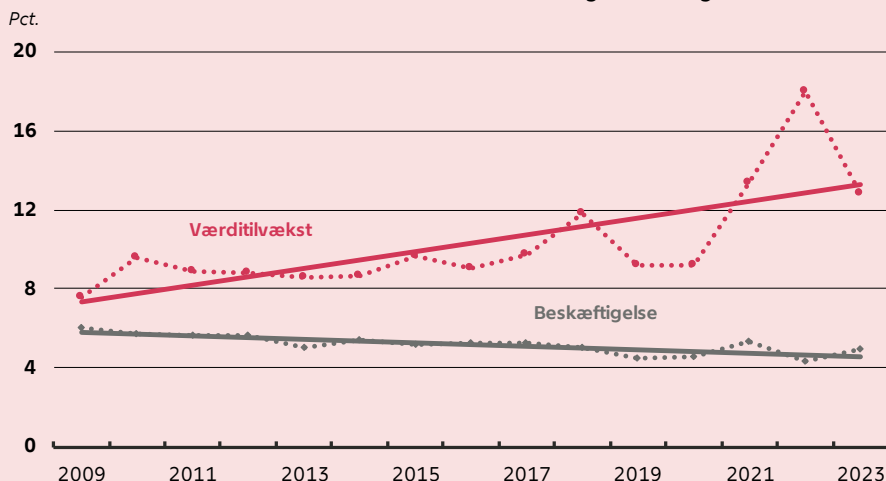
Den økonomiske politik bør rettes mod at stabilisere udnyttelsen af den indenlandske produktionskapacitet og dermed efterspørgslen efter den arbejdskraft, der er til rådighed i Danmark. Det vil samtidig understøtte en stabil prisudvikling. Fleksible arbejdsmarkeder bidrager til, at en eventuel krise i en af de største virksomheder ikke forplanter sig til et større økonomisk tilbageslag.

Hvorfor er det vigtigt?

Danmarks Nationalbank arbejder for at sikre en robust dansk økonomi. Det gøres blandt andet ved at give anbefalinger til den økonomiske politik, som tilstræber at stabilisere den økonomiske aktivitet. Aktiviteten finder i betydelig grad sted i de danske virksomheder, og en voksende betydning af nogle få store danske virksomheder med global produktion kan derfor have betydning for konjunkturudviklingen. Samtidig medfører koncentrationen af produktionen hos de største virksomheder, at et tilbageslag for disse virksomheder kan have væsentlig betydning for dansk økonomi.

Hovedfigur: De største virksomheder står for en stigende andel af værditilvæksten, men en faldende andel af beskæftigelsen

De 25 største virksomheders andel af værditilvækst og beskæftigelse



Anm.: Figuren viser udviklingen i samlet værditilvækst og beskæftigelse for de 25 største virksomheder (målt på værditilvækst) i forhold til BNP og total beskæftigelse. Den punkterede linje angiver de faktiske andele år for år, og den fuldt optrukne viser tendensen over tid. Andelen i år 2023 er beregnet ved hjælp af data fra Danmarks Nationalbank, da data på virksomhedsniveau endnu ikke er tilgængelige via Danmarks Statistik for 2023. Bemærk, at værditilvæksten i 2022 var særlig på grund af store prisstigninger.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.



Emner

Dansk økonomi

Husholdninger og erhvervsvirksomheder

Økonomisk aktivitet

Danmark og udlandet

01

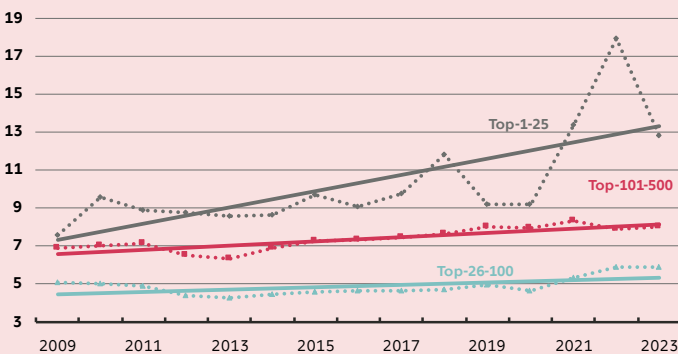
De største virksomheder står for en stigende andel af dansk værditilvækst

I de seneste år har de allerstørste virksomheder i Danmark fået en stigende betydning for værditilvæksten. De 25 største virksomheders samlede værdiskabelse, BVT, i forhold til BNP er vokset fra 7,6 pct. i 2009 til 12,8 pct. i 2023, og deres betydning for økonomien var særligt stor i 2022, hvor deres værdiskabelse var 18 pct. af BNP, se figur 1.¹ Samtidig er deres andel af beskæftigelsen faldet fra 6,0 pct. i 2009 til 4,9 pct. i 2023, se figur 2.

FIGUR 1

De største virksomheder udgør en stigende andel af værditilvæksten ...

Samlet værditilvækst for gruppen i procent af BNP



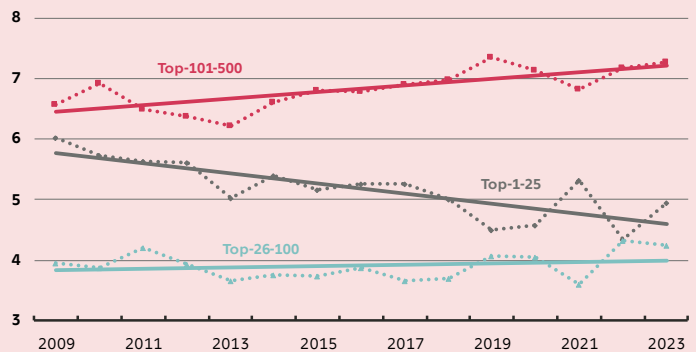
Anm.: Figuren viser samlet værditilvækst for tre typer af virksomheder i forhold til BNP. Top-1-25 angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-26-100 angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-101-500 angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst. Den punkterede linje angiver de faktiske andele år for år, og den fuldt optrukne viser tendensen over tid. Andelen i år 2023 er beregnet ved hjælp af data fra Danmarks Nationalbank, da data på virksomhedsniveau endnu ikke er tilgængelige via Danmarks Statistik for 2023. Bemærk, at værditilvæksten i 2022 var særlig på grund af store prisstigninger.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 2

... men en faldende andel af indenlandsk beskæftigelse

Samlet antal ansatte for gruppen i procent af total beskæftigelse



Anm.: Figuren viser antal fuldtidsansatte i Danmark ansat i de tre typer af virksomheder i forhold til total beskæftigelse (registerbaseret arbejdsstyrkestatistik, RAS). Top-1-25 angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-26-100 angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-101-500 angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst. Den punkterede linje angiver de faktiske andele år for år, og den fuldt optrukne viser tendensen over tid. Andelen i år 2023 er beregnet ved hjælp af data fra Danmarks Nationalbank, da data på virksomhedsniveau endnu ikke er tilgængelige via Danmarks Statistik for 2023.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

¹ De 25 største virksomheder er her defineret som de 25 største virksomheder i et givet år målt på værditilvækst. Se boks 1 for en definition af de forskellige typer af store virksomheder og af virksomheder mere generelt. Der er stor spredning inden for gruppen i både andelen af værdiskabelse og beskæftigelse. Bemærk, at 2022 var et særligt år på grund af store prisstigninger, og fordi der samtidig var relativt stor udskiftning blandt de 25 største virksomheder målt på værditilvækst.

Denne analyse fokuserer på de 25 største virksomheder målt på deres andel af værditilvæksten. Disse virksomheder spiller en vigtig rolle for dansk økonomi, alene fordi de udgør en stor andel af den samlede danske produktion som illustreret i figur 1.² Selv inden for gruppen af top-25-virksomheder er der dog betydelig forskel på virksomhedernes størrelse og øvrige karakteristika.³ En del af virksomhederne er af den type, der undertiden betegnes "superstjernevirksomheder".⁴ Det er store virksomheder, der i kraft af relativt lave marginalomkostninger dominerer et marked og kan sælge deres produkter til en betydelig avanceprocent sammenlignet med deres konkurrenter.⁵ Der er få af sådanne virksomheder i Danmark som følge af landets størrelse, og af hensyn til datafortrolighed fokuserer denne analyse alene på de 25 største virksomheder opgjort på baggrund af værditilvækst.⁶

Dette kapitel beskriver først globaliseringens rolle for den stigende betydning af store virksomheder og karakteriserer dernæst de største virksomheder. Endelig analyseres betydningen af immaterielle aktiver over tid, som viser sig at være særligt koncentreret blandt de største virksomheder.⁷ Kapitel 2 belyser de mulige implikationer for konjunkturudviklingen, mens kapitel 3 diskuterer betydningen for den økonomiske politik.

Globalisering og teknologiske fremskridt giver virksomheder mulighed for specialisering

Koncentrationen af den økonomiske aktivitet i de største virksomheder er sket i en periode, hvor omfanget af international handel er steget, og produktionskæderne er blevet globaliserede, se figur 3 og figur 4.⁸ Mens verdenshandlen generelt har været i fremgang fra 1970'erne til midten af 2000'erne, er Danmarks handel med resten af verden i de seneste godt 20 år vokset hurtigere end resten af verdens samlede udenrigshandel. Stigningen i Danmarks udenrigshandel følger omtrent udviklingen for de individuelle lande i EU, men ligger niveaumæssigt højere som andel af BNP.

Øget international handel fører ofte til specialisering af produktionen mellem landene. Det giver typisk anledning til øget produktivitet og dermed øget velstand blandt de handlende lande.⁹ Samtidig koncentrerer værdiskabelsen i en lille, åben økonomi på færre store, eksporterende virksomheder, og den stigende betydning af de største virksomheder for dansk økonomi kan ses i det lys. Koncentration af værdiskabelsen på relativt få store virksomheder er et internationalt fænomen, og betydningen heraf for økonomien er dokumenteret for flere lande.¹⁰

² Se Xavier Gabaix, The Granular Origins of Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, vol. 79, 2011, og Christian Ebeke og Kodjovi Eklou, The Granular Origins of Macroeconomic Fluctuations in Europe, *IMF Working Papers*, nr. 2017/229, 2017.

³ I 2023 var den største virksomhed målt på andel af BVT cirka 28 gange større end den mindste i top-25, og der er mere end 3 procentpoint forskel på, hvilken andel af beskæftigelsen de 25 største virksomheder udgør. Andelen af BVT og beskæftigelse refererer her til andelen af private, ikke-finansielle selskabers samlede BVT og beskæftigelse. Da gruppens sammensætning varierer over tid, er karakteristika heller ikke konstante. I gennemsnit har hver virksomhed, der på et tidspunkt mellem 2009-2022 var blandt de 25 største, tilbragt cirka 6 år i top-25. Tallet kan reelt være større, afhængigt af hvordan en virksomhed følges over tid. Det beregnede tal er alene det antal af top-25-virksomhederne, der var blandt de 25 største virksomheder i perioden 2009-22 og havde samme ultimative ejer i perioden.

⁴ Se David Autor, David Dorn, Lawrence Katz, Christina Patterson og John Van Reenen, The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135(2), side 645-709, 2020.

⁵ Forholdet mellem produktionsomkostning og salgspris omtales ofte som en virksomheds mark-up.

⁶ Af hensyn til datafortrolighed skal de største to virksomheder inden for hver rapporteret gruppe udgøre mindre end 80 pct. af den samlede omsætning i gruppen. Dette skal opfyldes i alle år.

⁷ For en definition af immaterielle aktiver, se boks 2.

⁸ For en beskrivelse af den danske udvikling, se Niels Kjærgård, The Danish Economy, 1973-2009: From National Welfare State to International Market Economy, *Scandinavian Journal of History*, vol. 49, november 2023.

⁹ Adam Smith fremsatte den første handelsteori i *Wealth of Nations* (1776) om absolutte fordele, hvilket blev efterfulgt af David Ricardos teori om komparative fordele 40 år senere.

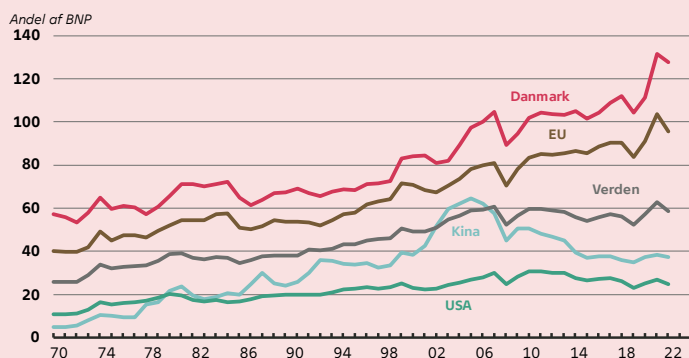
¹⁰ Se Se Xavier Gabaix, The Granular Origins of Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, vol. 79, 2011, Christian Ebeke og Kodjovi Eklou, The Granular Origins of Macroeconomic Fluctuations in Europe, *IMF*

Globalisering og den teknologiske udvikling har medført, at det er blevet lettere for virksomheder at placere deres produktion der, hvor det er mest fordelagtigt. Det har øget virksomhedernes muligheder for at høste gevinsterne ved specialisering. Øget produktion i udlandet medfører, at virksomhederne får adgang til et større arbejdsmarked og dermed potentielt kan få mere ud af deres intellektuelle rettigheder. Det kan desuden give lettere adgang til de markeder, hvor produkterne afsættes.

Fra et konjunkturmæssigt perspektiv medfører adgangen til det globale arbejdsmarked, at virksomhederne lettere kan tilpasse deres produktion til udsving i efterspørgslen efter deres produkter. Det skyldes, at virksomheders afhængighed af ledig fysisk kapital og arbejdskraft i Danmark mindskes. Det vil især være relevant i tilfælde, hvor der er begrænset ledig kapacitet i dansk økonomi, og der ønskes en udvidelse af produktionen. Tendensen til mere globale produktionsstrukturer illustreres af, at danske virksomheder generelt har oplevet voksende indtjening fra deres udenlandske aktiviteter, se figur 4.

FIGUR 3

Dansk udenrigshandel er steget som andel af BNP

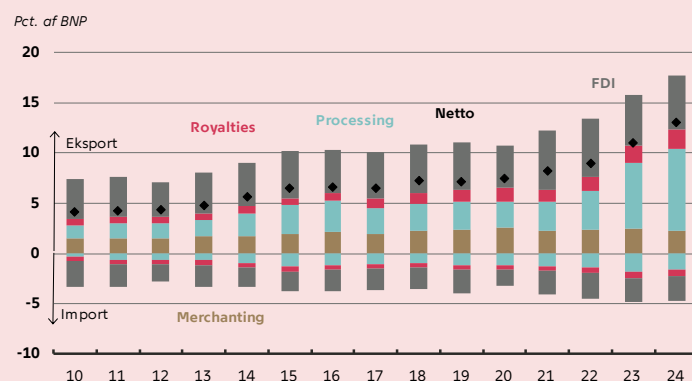


Anm.: Eksport og import som andel af BNP opgjort i løbende priser. EU angiver summen af udenrigshandlen for hvert medlemsland, hvor udenrigshandel både inkluderer handel med andre medlemslande og lande uden for EU.
Kilde: Verdensbanken og egne beregninger.

FIGUR 4

Udenlandsk aktivitet er steget

Dansk afkast fra forskellige former for værdiskabelse i udlandet som andel af BNP er steget



Anm.: De enkelte bidrag som andel af BNP opgjort i løbende priser. For en definition af *merchandising* og *processing*, se fodnote 15. For yderligere detaljer om betegnelserne anvendt i figuren, se boks 1 i Andreas Kuchler, Morten Spange, Mathias Busk Tjørnum, Thomas Rasmusen Damsgaard og Robert Wederkinck, Dansk produktivitet og konkurrenceevne i en globaliseret verden, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2025.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

BOKS 1

Sådan defineres en 'virksomhed'

Virksomheder er komplekse at definere, da en virksomhed kan bestå af en eller flere juridiske enheder (cvr-numre), der er en del af samme virksomhedsgruppe og dermed i økonomisk forstand kan betragtes under ét. En virksomhed kan fx bestå af flere datterselskaber og et moderselskab – under ét ofte også betragtet som en koncern. Det er væsentligt at identificere enheder, der er en del af samme koncern, da beslutninger inden for én koncern må forventes at blive truffet under hensyn til de andre enheder i koncernen. Denne analyse definerer derfor en virksomheds aktivitet som *summen af den aktivitet, der finder sted inden for koncernen*, og refererer til denne aktivitet som virksomhedens aktivitet.

I definitionen af en virksomhed er det derfor nødvendigt at afgøre, hvornår en given enhed enten ejer eller selv er ejet af en anden enhed. Analysen betragter enheder som en del af en virksomhed, hvis 50 pct. eller flere af stemmerettighederne er ejet af virksomheden. Analysen ser desuden gennem ejerskabskæder, således at tre enheder, hvoraf den ene enhed er ejet af en anden enhed, som ultimativt er ejet af en tredje enhed, alle indgår i den samme virksomhedsgruppe.

Erhvervsdrivende fonde og deres aktiviteter indgår ikke i analysen, da analysen betragter disse som ultimative ejere på lige fod med husholdninger, staten og udlandet. Som følge af databegrænsninger bliver enheder, der er ejet af den samme erhvervsdrivende fond, dog betragtet som den samme virksomhed, også selvom enhedernes eneste fælles relation består af samme ultimative ejer (den erhvervsdrivende fond), mens enheder ejet af de samme husholdninger ikke bliver betragtet som den samme virksomhed.

I analysen indgår alle virksomheder i den private, ikke-finansielle sektor med mindst én fuldtidsansat i et givet år. Da de forskellige enheder i en virksomhed kan tilhøre forskellige sektorer, er virksomhedens sektor defineret ud fra sektoren for den enhed i virksomheden med flest ansatte.¹ Analysen inddeler de private, ikke-finansielle virksomheder i fire grupper:

- **Top-1-25-virksomheder:** De 25 største virksomheder i et givet år målt på deres andel af BVT. Analysen refererer til disse virksomheder som top-25-virksomheder.
- **Top-26-100-virksomheder:** De 26-100 største virksomheder målt på BVT i et givet år.
- **Top-101-500-virksomheder:** De 101-500 største virksomheder målt på BVT i et givet år.
- **Restgruppe:** Private, ikke-finansielle virksomheder, der ikke er blandt de 500 største virksomheder målt på BVT i et givet år. I 2022 var der 86.183 virksomheder i restgruppen.

Beregninger på virksomhedsniveau baseres på data fra Danmarks Statistiks registre på virksomhedsniveau (FIRM, FIRE, OFATS og KONC). Derudover indgår oplysninger om beskæftigede i de givne virksomheder fra registrene BFL og BEF. Oplysninger om merchanting- og processing-aktiviteter på virksomhedsniveau stammer fra data stillet til rådighed af Danmarks Statistik for Danmarks Nationalbank. Data om virksomhedernes direkte investeringer stammer fra data indsamlet af Danmarks Nationalbank og regnskabsdata fra Bisnode. For årene 2009-22 supplerer disse data virksomhedsoplysninger fra Danmarks Statistiks virksomhedsregistre. For 2023 anvendes disse data alene, da data på virksomhedsniveau endnu ikke er tilgængelige via Danmarks Statistiks virksomhedsregistre.

¹ Sektor refererer her til nationalregnskabs sektorer.

De største virksomheder er kapitalintensive og internationalt orienterede

De største virksomheder adskiller sig især fra de andre store virksomheder på flere afgørende områder:

Dels har de 25 største virksomheder en betydeligt lavere lønandel, se figur 5.¹¹ Det er et træk, som genkendes fra de såkaldte superstjernevirksomheder, der typisk har en relativt lav lønandel på grund af høje avanceprocenter sammenlignet med deres konkurrenter inden for samme branche.¹² Af figur 5 fremgår det også, at lønandelen for de 25 største virksomheder varierer meget,

¹¹ Det seneste år med tilgængelige data på virksomhedsniveau er 2022. For at enkelte år med særlige udsving på virksomhedsniveau ikke bliver for afgørende for karakteristikkene af de forskellige typer af virksomheder, tager analysen et gennemsnit over karakteristika i årene 2020-22, hvor årene vægtes ligeligt.

¹² Disse virksomheder kan dermed komme til at dominere de markeder, de opererer på. Se fx David Autor, David Dorn, Lawrence Katz, Christina Patterson og John Van Reenen, The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135(2), 2020.

og at ikke alle 25 virksomheder absolut set har en lav lønandel. Den typiske top-25-virksomhed har dog en lønandel, der er betydeligt lavere end andre store virksomheder. Bemærk også, at den typiske top-25-virksomhed har lidt højere lønudgifter pr. medarbejder sammenlignet med andre store virksomheder, og at der er markant større variation i lønudgiften pr. medarbejder blandt top-25-virksomhederne.

BOKS 2

Immaterielle aktiver og intellektuelle rettigheder

Der er et betydeligt overlap mellem virksomhedernes immaterielle aktiver opgjort i mikrodata og nationalregnskabs opgørelse af den del af kapitalapparatet, der defineres som intellektuelle rettigheder. Der er dog også visse forskelle, og begge størrelser er vanskelige at værdiansætte. I det følgende opridses, hvad immaterielle aktiver og intellektuelle rettigheder omfatter, og hvordan værdien opgøres.

Immaterielle aktiver

For den enkelte virksomhed angiver et immaterielt aktiv et *ikke-fysisk aktiv, der er ejet af virksomheden, og som bidrager til virksomhedens værdiskabelse*. Eksempler på immaterielle aktiver er et varemærke eller et patent, en særlig viden oparbejdet i virksomheden og afspejlet i virksomhedens infrastruktur eller goodwill, der er opgjort på virksomhedens balance.

Virksomheders immaterielle aktiver kan være svære at værdiansætte. Ofte vil den reelle markedsværdi først afgøres i forbindelse med en handel af virksomheden eller af det immaterielle aktiv. Det betyder fx, at et patent, der aldrig har været handlet, på virksomhedsniveau vil være opgjort til sin regnskabsmæssige værdi, som ikke nødvendigvis afspejler den værdi, som patentet potentielt genererer for virksomheden. Patentets betydning for virksomhedens samlede markedsværdi er derfor heller ikke nødvendigvis afspejlet i den regnskabsmæssige værdi af patentet. På lignende vis kan det være vanskeligt at afgøre værdien af fx en virksomheds organisering eller lagerstyring, der derfor heller ikke nødvendigvis er reflekteret i værdien af virksomhedens immaterielle aktiver.

Analyser af værdien af virksomheders immaterielle aktiver er derfor generelt behæftet med betydelig usikkerhed. Da denne analyse især fokuserer på forskelle i værdien af immaterielle aktiver mellem forskellige typer af store virksomheder, er det særligt vigtigt, at usikkerheden om værdiansættelsen af immaterielle aktiver ikke systematisk medfører en over- eller undervurdering af de største virksomheders immaterielle aktivers værdi i forhold til andre typer virksomheder, der ikke afspejler relative forskelle i disse aktivers markedsværdi.

Intellektuelle rettigheder

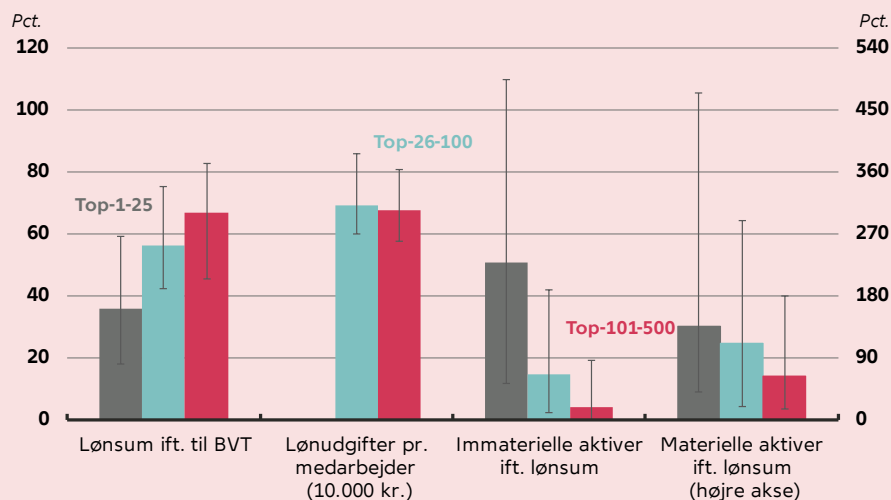
For at vurdere omfanget af immaterielle aktiver for økonomien som helhed er nationalregnskabs opgørelse af intellektuelle rettigheder derfor en oplagt datakilde som følge af den betydelige usikkerhed ved værdiansættelsen af immaterielle aktiver. Intellektuelle rettigheder omfatter forskning og udvikling, olie-, gas- og mineralefterforskning, computersoftware og originalværker inden for kunst og underholdning mv. Intellektuelle rettigheder værdiansættes til markedsværdi i det omfang, en sådan er tilgængelig. Når markedsværdien ikke er tilgængelig – fx ved egenproducerede investeringer, som typisk omfatter intellektuelle rettigheder – fastsættes værdien som kostpris plus et tillæg. Tillægget skal afspejle nettooverskud ved produktion af det pågældende aktiv, hvis investeringen var produceret af en underleverandør. Da tillægget er udtryk for en gennemsnitsbetragtning, kan den opgjorte værdi af de mest succesrige egenproducerede investeringer være væsentligt lavere end den egentlige markedsværdi, hvorimod indkøbte intellektuelle rettigheder i højere grad afspejler deres reelle værdi.

I forlængelse heraf har top-25-virksomhederne typisk et større kapitalapparat sammenlignet med andre store virksomheder. Forskellen er særligt stor, når det gælder immaterielle aktiver.¹³ De største virksomheder har således typisk et mindre input af arbejdskraft i forhold til værdiskabelsen, og en stigning i værdiskabelsen kan derfor tænkes at medføre en relativt mindre stigning i antallet af indenlandske beskæftigede sammenlignet med andre store virksomheder i Danmark. De modsatrettede udviklinger i de store virksomheders andel af værditilvækst og beskæftigelse er væsentlige for forståelsen af de store virksomheders betydning for dansk økonomi.

¹³ For en definition af immaterielle aktiver, se boks 2.

FIGUR 5

De største virksomheder anvender i højere grad fysiske og immaterielle aktiver i deres produktion sammenlignet med andre store virksomheder i Danmark



Anm.: Data for årene 2020-22. Søjlerne i figuren viser for hvert karakteristikum værdien for den typiske virksomhed i gruppen. Denne værdi er beregnet ved at finde medianværdien for hvert af årene 2020-22 og derefter bestemme middelværdien af disse tre værdier. De lodrette streger på hver søjle angiver på lignende vis 25- og 75-percentilerne. *Lønudgifter pr. medarbejder* angiver lønudgifter (målt i 10.000 2023-kroner) pr. medarbejder og inkluderer både løn- og pensionsudgifter. *Top-1-25* angiver de største 25 virksomheder målt på værditilvækst. *Top-26-100* angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. *Top-101-500* angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

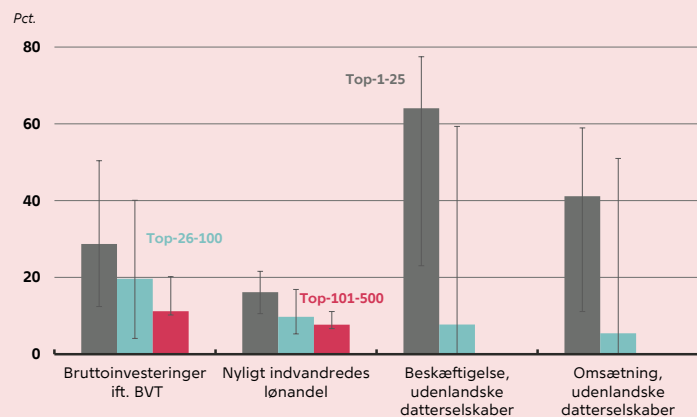
Endelig er størstedelen af de største virksomheder mere internationalt orienterede både i afsætningsmarkeder, produktion og beskæftigelse sammenlignet med andre store virksomheder i Danmark, se figur 6 og 7.¹⁴ Den udenlandske produktion afspejles i et betydeligt omfang af beskæftigelse i udenlandske datterselskaber, se figur 6, samt merchanting og processing, se figur 7. Merchanting og processing bidrager til den svagere sammenhæng mellem udviklingen i dansk BVT og den indenlandske beskæftigelse over konjunkturforløbet, idet overskud fra merchanting og processing indgår i BVT, mens virksomhedernes ansatte i udlandet ikke indgår i den indenlandske beskæftigelse. Udenlandske aktiviteter vil dog ofte være betinget af virksomhedernes indenlandske aktiviteter, fx i relation til forskning og udvikling, markedsføring eller ledelse og organisering. Dermed kan der på længere sigt være en positiv sammenhæng mellem omfanget af merchanting og processing og den indenlandske beskæftigelse.¹⁵

¹⁴ Figur 7 viser, at alle de 25 største virksomheder eksporterer, men ikke hvor stor en del eksport udgør af den samlede omsætning. Mellem disse virksomheder er der derfor stor forskel på, hvor vigtig eksporten er for deres forretning.

¹⁵ Produktion i udlandet kan finde sted som merchanting og processing. Det beskriver det tilfælde, hvor danske virksomheder enten køber og sælger produkter i udlandet eller forarbejder input fra andre virksomheder og sælger dem i udlandet. I begge tilfælde krydser produkterne aldrig den danske grænse, men købes, produceres og sælges i udlandet. Danske virksomheder kan også producere i udlandet ved at eje et datterselskab i udlandet via FDI. For en analyse af danske virksomheders produktion i udlandet, se Andreas Kuchler, Morten Spange, Mathias Busk Tjørnum, Thomas Rasmusen Damsgaard Tørsløv og Robert Wederkinck, Dansk produktivitet og konkurrenceevne i en globaliseret verden, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2025.

FIGUR 6

De største virksomheder har beskæftigelse og omsætning i udlandet ...

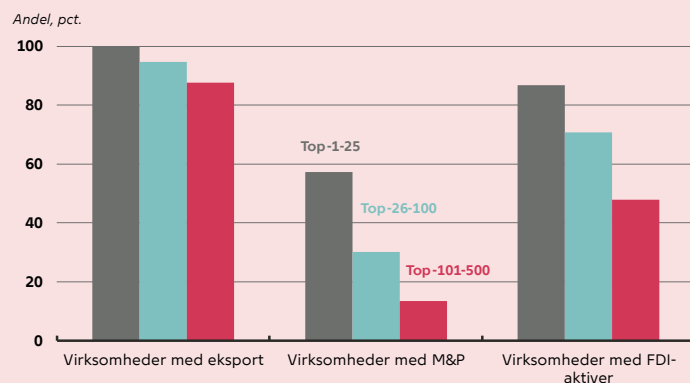


Anm.: Data for 2020-23. Søjlerne i figuren viser for hvert karakteristikum værdien for den typiske virksomhed i gruppen. Denne værdi er beregnet ved at finde medianværdien for hvert af årene 2020-2022 og derefter bestemme middelværdien af disse tre værdier. De lodrette streger på hver søjle angiver på lignende vis 25- og 75-percentilerne. *Beskæftigelse og omsætning i udenlandske datterselskaber* angiver den andel af virksomhedens beskæftigelse og omsætning, der finder sted via udlandet. *Nyligt indvandrede* angiver andelen af beskæftigede i virksomheden, der er indvandret til Danmark inden for de sidste fem år i forhold til opgørelsesåret. *Top-1-25* angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. *Top-26-100* angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. *Top-101-500* angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 7

... og produktionen sker både gennem udenlandske datterselskaber og gennem merchanting og processing



Anm.: Data for 2020-23. Andelen angiver den gennemsnitlige andel for 2020-22. *Virksomheder med danske direkte investeringer i udlandet (FDI-aktiver)* viser andelen af virksomheder, der har FDI-aktiver, uanset om aktiverne genererer afkast. *Top-1-25* angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. *Top-26-100* angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. *Top-101-500* angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

De største virksomheder udgør en betydelig andel af værdiskabelse og udenlandsk aktivitet, men en relativt mindre andel af lønsum og beskæftigelse

Den lave lønandel, høje kapitalintensitet og internationale orientering blandt størstedelen af de 25 største virksomheder præger deres samlede betydning for dansk økonomi. De største virksomheder har ikke alene en stor betydning for dansk økonomi gennem deres store andel af værdiskabelsen, men også som følge af at deres overskud udgjorde godt halvdelen af det samlede overskud for private, ikke-finansielle virksomheder over årene 2020-22, se figur 8. Deres betydning for dansk økonomi er dog betydeligt mindre målt på beskæftigelse og lønsum. Alle disse forhold er væsentlige både for at forstå de største virksomheders bidrag til de økonomiske udsving og for at vurdere risici forbundet med en stigende koncentration af værdiskabelsen på disse virksomheder. Kapitel 2 analyserer betydningen af de største virksomheder for udsving i økonomien og for de risici, der er forbundet med den stigende koncentration af værdiskabelsen.

Da de største virksomheder i Danmark samlet set er mere globale end andre af de store virksomheder i Danmark, står de også for størstedelen af private, ikke-finansielle virksomheders aktiviteter i udlandet, se figur 9. De største virksomheder stod for ca. 56 pct. af brutto merchanting- og processing-aktiviteterne blandt private, ikke-finansielle virksomheder i årene 2020-22.¹⁶

¹⁶ *Brutto merchanting og processing* angiver her, at udenlandske virksomheders merchanting- og processing-aktiviteter i Danmark ikke er fraregnet.

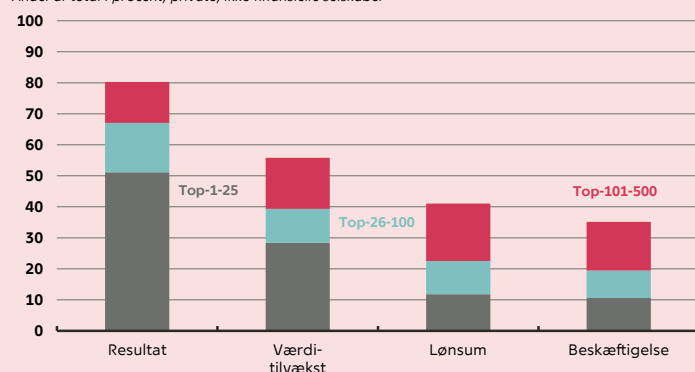
Derudover ejede de største virksomheder ca. 50 pct. af de danske direkte investeringer i udlandet (FDI-aktiver). De største virksomheders store andel af danske virksomheders aktiviteter i udlandet bidrager til deres lave andel af lønsum og beskæftigelse sammenholdt med resultatet sammenlignet med andre danske virksomheder.

De største virksomheder stod desuden samlet set for en meget stor andel af private, ikke-finansielle virksomheders samlede bruttoopsparing og -investeringer.¹⁷ Virksomhederne tegnede sig således for ca. 58 pct. af bruttoopsparingen og ca. 48 pct. af bruttoinvesteringerne i årene 2020-22. Gennem deres store betydning for de samlede investeringer kan de største virksomheder både påvirke de mere kortsigtede makrøøkonomiske udsving og den langsigtede vækst. Det ligger dog uden for rammerne af denne analyse at undersøge sidstnævnte.

FIGUR 8

De største virksomheder udgør en relativt større andel af overskud og værditilvækst end af beskæftigelse og løn

Andel af total i procent, private, ikke-finansielle selskaber



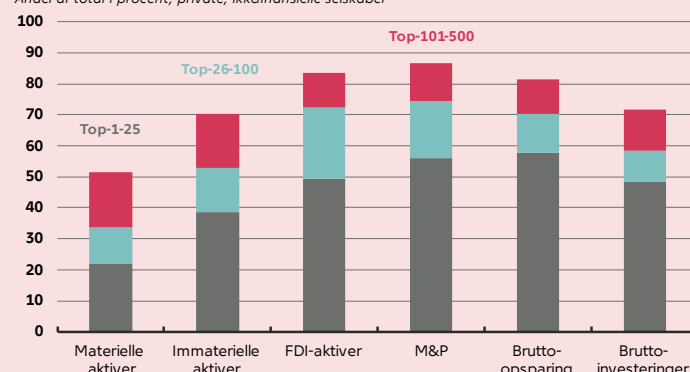
Anm.: Data for 2020-22. Andel af total er beregnet for den samlede periode 2020-22. Top-1-25 angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-26-100 angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-101-500 angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

FIGUR 9

De største virksomheder står for størstedelen af merchanting og processing samt opsparing og investeringer

Andel af total i procent, private, ikke-finansielle selskaber



Anm.: Data for 2020-22. Andel af total er beregnet for den samlede periode 2020-22. M&P refererer til brutto merchanting- og processing-aktiviteter. Top-1-25 angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-26-100 angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-101-500 angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

Virksomhedernes kapitalapparat består i stigende omfang af intellektuelle rettigheder

I takt med at de største virksomheders bidrag til den samlede værdiskabelse i Danmark er vokset, har intellektuelle rettigheder fået en stigende betydning for dansk økonomi.¹⁸ Siden 2000 er intellektuelle rettigheders andel af det samlede kapitalapparat fraregnet boliger i private erhverv vokset med lidt over 10

¹⁷ For et overblik over danske virksomheders opsparing over tid, se Henrik Yde Andersen, Lars Risbjerg, Morten Spange og Robert Wederkinck, Det danske opsparingsoverskud: Tendenser i virksomheder og husholdningers opsparing, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 6, september 2024.

¹⁸ I nationalregnskabet defineres immaterielle aktiver som intellektuelle rettigheder. I de følgende afsnit refererer *intellektuelle rettigheder* til immaterielle aktiver, som de opgøres i nationalregnskabet for Danmark som helhed, mens *immaterielle aktiver* refererer til immaterielle aktiver, som de opgøres for den enkelte virksomhed i virksomhedens regnskaber. For en oversigt over sammenhængen mellem intellektuelle rettigheder og immaterielle aktiver, se boks 2.

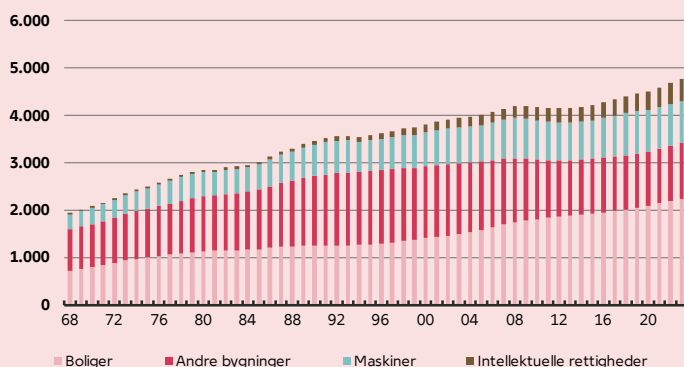
procentpoint og udgjorde i 2023 18,5 pct.¹⁹ I samme periode er bygnings- og maskinkapitalens andel af det samlede kapitalapparat ekskl. boliger faldet tilsvarende. Intellektuelle rettigheder udgør dermed aktuelt omkring 10 pct. af det samlede kapitalapparat, se figur 10, og omkring en tredjedel af kapitalapparatet i industrien. Intellektuelle rettigheder er således kommet til at betyde mere som et input i dansk produktion, hvorimod arbejdskraft og fysisk kapital betyder mindre.²⁰

Selvom de største virksomheders andel af det samlede immaterielle kapitalapparat i Danmark er høj, er den ikke steget over perioden 2009-22, se figur 11. Udviklingen i figur 10 afspejler derfor ikke alene, at den regnskabsmæssige værdi af de 25 største virksomheders immaterielle aktiver er vokset over perioden. I stedet er disse virksomheder en del af en bredere teknologisk tendens, hvor immaterielle aktiver har fået en stigende betydning for produktionen. Immaterielle aktiver er dog særligt vigtige for de 25 største virksomheders produktion, se figur 5, og stigningen i disse virksomheders immaterielle kapitalapparat kan derfor være særligt vigtig for dansk produktion, da disse virksomheders andel af den samlede værditilvækst i samme periode har været voksende.

FIGUR 10

Intellektuelle rettigheder udgør en stigende andel af det samlede kapitalapparat i private erhverv

Mia. 2020-kr.

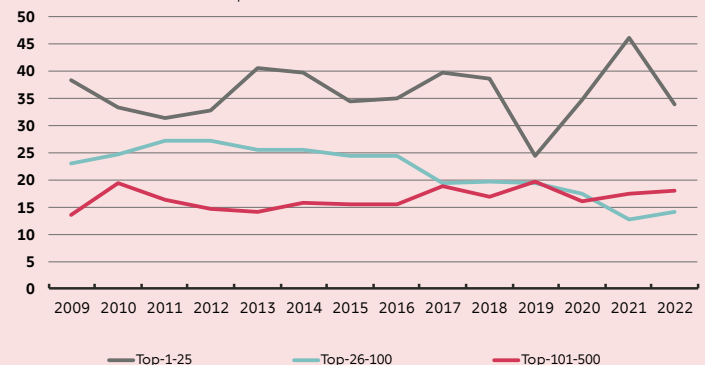


Anm.: For en afgrænsning af private erhverv, se fodnote 19.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 11

De største virksomheders andel af de samlede immaterielle aktiver har været relativt konstant

Andel af immaterielle aktiver i procent



Anm.: For en definition af immaterielle aktiver, se boks 2. Top-1-25 angiver de 25 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-26-100 angiver de 26-100 største virksomheder målt på værditilvækst. Top-101-500 angiver de 101-500 største virksomheder målt på værditilvækst.
Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik.

Den immaterielle kapital, som ejes af de største virksomheder, kan desuden adskille sig fra den øvrige immaterielle kapital. Som tidligere vist stod de 25 største virksomheder fx bag langt størstedelen af merchanting- og processing-aktiviteterne i 2020-22. Disse aktiviteter afhænger ofte af patenter, som kan være

¹⁹ Private erhverv er opgjort som hele økonomien ekskl. 6 brancher, hvor aktiviteten er koncentreret i den offentlige sektor, samt branchen *boliger, ejerbolig mv.*, som består af værdien af husholdningernes ejerboliger og derfor ikke er repræsentativ for ikke-finansielle selskaber. Private erhverv svarer ikke en-til-en til den private sektor, da den offentlige sektor også har aktivitet uden for de 6 brancher, og dele af aktiviteten i de 6 brancher er privat.

²⁰ Bemærk, at værdien af intellektuelle rettigheder ikke nødvendigvis afspejler deres markedsmæssige værdi, da intellektuelle rettigheder i nationalregnskabet er opgjort til kostpris, se boks 2. Det betyder, at figur 10 ikke viser udsving i intellektuelle rettigheders markedsmæssige værdi. Tilsvarende gør sig gældende for det øvrige kapitalapparat.

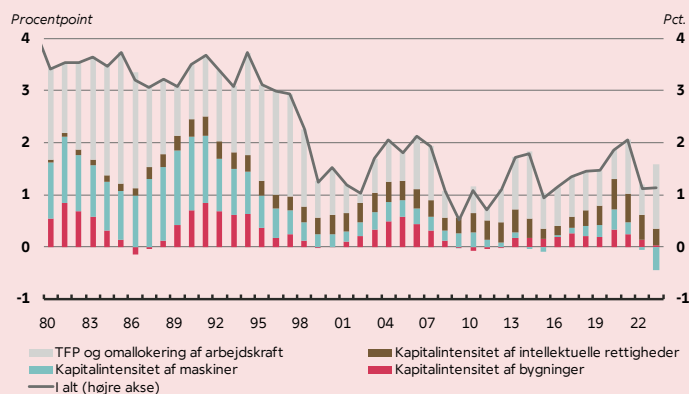
særligt vanskelige at værdisætte sammenlignet med andre immaterielle aktiver som fx indkøbt software. Virksomhedernes regnskaber afspejler derfor ikke nødvendigvis forskellen i markedsværdien mellem disse aktiver. Se boks 2 for yderligere beskrivelse af værdiansættelsen af immaterielle aktiver. Inden for gruppen af de 25 største virksomheder kan der på tilsvarende vis være forskelle i karakteristika for de immaterielle aktiver, som virksomhederne ejer. Det understreges af den store forskel i betydningen af immaterielle aktiver for input i virksomhedernes værdiskabelse, se figur 5.

En stigende andel af produktivitetsvæksten kan tilskrives intellektuelle rettigheder

I takt med at intellektuelle rettigheder er kommet til at udgøre en voksende andel af det samlede kapitalapparat, spiller de også en stadig større rolle for udviklingen i produktiviteten, se figur 12. Siden 2000 har det gennemsnitlige vækstbidrag til timeproduktiviteten i private erhverv fra øget kapitalintensitet af intellektuelle rettigheder været 0,35 procentpoint. Det er mere end det gennemsnitlige vækstbidrag fra kapitalintensitet af bygninger og maskiner, som tilsammen har udgjort 0,25 procentpoint. Detaljer om beregningen findes i boks 3. I industrien indebærer den store og stigende betydning af intellektuelle rettigheder, at intellektuelle rettigheder nu modtager en større andel af faktoraflønningen af kapital end bygninger og maskiner tilsammen og alene kan modsvarer det fald i lønkvoten, som har fundet sted siden 2008, se figur 13. Den store stigning i faktoraflønningen af intellektuelle rettigheder afspejler ikke bare stigende betydning af intellektuelle rettigheder men også faldende betydning af især maskiner i løbet af de seneste tre årtier.

FIGUR 12

Kapitalintensiteten af intellektuelle rettigheder bidrager mere til produktivitetsudviklingen end bygninger og maskiner i private erhverv

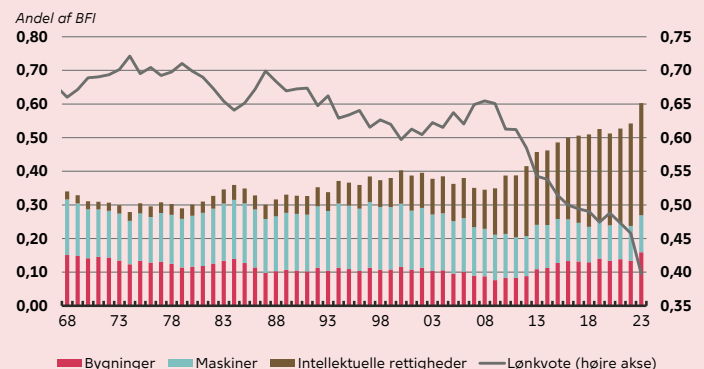


Anm.: Figuren angiver totalfaktorproduktiviteten, TFP, og kapitalintensitetens bidrag til produktivitetsvæksten i private erhverv. Figuren viser approksimative 5-års glidende gennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 13

Intellektuelle rettigheder er særligt betydningsfulde i industri og udgør størstedelen af aflønningen af kapital



Anm.: Figurens venstreakse angiver aflønningen af forskellige typer af kapital i forhold til bruttofaktorindkomsten, BFI.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Immaterielle aktiver har i høj grad været med til at muliggøre den stigende værdiskabelse ved produktion i udlandet under dansk ejerskab, som har fundet sted de seneste 20 år. Produktion i udlandet under dansk ejerskab påvirker især dansk værdiskabelse, når produktionen kan sælges med et betydeligt tillæg til

løn- og materialeomkostninger samt afskrivninger på den fysiske kapital i udlandet. Danske virksomheder kan vælge at producere i udlandet, også selvom virksomheden ikke besidder immaterielle aktiver af betydning, men uden immaterielle aktiver vil de sandsynligvis ikke være i stand til at sælge deres produkter med samme tillæg til produktionsomkostningerne.

BOKS 3

Dekomponering af produktivitetsvæksten og aflønning af de enkelte kapitaltyper

For at illustrere betydningen af intellektuelle rettigheder for økonomien kan produktivitetsvæksten dekomponeres i bidrag fra totalfaktorproduktivitet og kapitalintensitet ved forskellige typer af kapital, herunder intellektuelle rettigheder. Dette gøres med afsæt i metodebeskrivelserne bag de produktivitetsberegninger, som Danmarks Statistik og OECD offentliggør.¹ Derudover fordeles den samlede aflønning af kapital også på de forskellige typer af kapital.

Beregning af totalfaktorproduktivet

Indeks for totalfaktorproduktivitet opgøres som værditilvækst divideret med det samlede input af produktionsfaktorer (totalfaktorindsats) i form af arbejdskraft og kapital. Stigningen i totalfaktorindsatsen opgøres som stigningen i de enkelte produktionsfaktorer vægtet med den andel af aflønningen, som tilfalder de forskellige produktionsfaktorer det foregående år.

Beregning af aflønning af forskellige typer af kapital

Nationalregnskabet indeholder kun branchefordelte oplysninger om den samlede aflønning af kapital (bruttooverskud af produktion og blandet indkomst), men har kapital- og branchespecifikke oplysninger om afskrivninger (forbrug af fast realkapital). Aflønningen af de enkelte kapitaltyper kan i stedet beregnes med afsæt i en kapital- og branchespecifik brugeromkostningsrate, som består af en afskrivningsrate og et afkastkrav. Dette krav kan beregnes for hver branche og antages i første omgang at være ens på tværs af kapitaltyper. Herefter opregnes afkastkravet, så det sikres, at den samlede aflønning af kapital er i overensstemmelse med nationalregnskabet.

Metodemæssige forbehold

Dekomponering af produktivitetsvæksten i denne analyse dekomponerer produktivitetsvæksten på syv forskellige typer af kapital, men tager hverken højde for forskellig kvalitet af arbejdskraft (uddannelsesniveau) eller forskelle i forbrug af materialer på tværs af brancher.² Generelt vil en mere granulær dekomponering af produktivitetsvæksten medføre, at den opgjorte totalfaktorindsats bliver højere, og dermed at væksten i totalfaktorproduktivet bliver mindre. Udviklingen i totalfaktorproduktivet i denne analyse følger generelt Danmarks Statistiks opgørelser tæt, men illustrerer eksplicit betydningen af intellektuelle rettigheder.

¹ Se fx Danmarks Statistik, *Produktivitetsudviklingen i Danmark, 1966-2003*, maj 2005.

² Danmarks Statistik tager højde for dette i de produktivitetsberegninger, som de offentliggør.

02

De største virksomheders makroøkonomiske betydning

Udviklingen i retning af, at en stigende andel af produktionen samles hos de største virksomheder, har potentiale til at påvirke konjunkturerne på to måder.

For det første kan koncentrationen have en betydning for størrelsen af de løbende udsving i makroøkonomien. Her betyder den øgede koncentration, at enkeltvirksomheder kommer til at tegne sig for en større andel af de samlede makroøkonomiske udsving. Det kan umiddelbart trække i retning af større samlede udsving. Der er dog indikationer på, at de største virksomheder sammenlignet med andre virksomheder er mindre integrerede i de nationale produktionsstrukturer. Det betyder, at selvom de største virksomheders andel af værditilvækst er stigende, vokser de makroøkonomiske udsving ikke nødvendigvis.

For det andet kan udviklingen ændre på centrale makroøkonomiske sammenhænge mellem produktion, beskæftigelse og kapacitetsudnyttelse. Produktionsstrukturerne i de største virksomheder med bl.a. en mindre betydning af indenlandsk arbejdskraft kan således betyde, at værdien af produktionen kommer til at fluktuere mere, uden af det fører til større udsving i den indenlandske beskæftigelse og kapacitetsudnyttelse.

Stigende bidrag fra de største virksomheder til udsving i dansk økonomi

Den stigende koncentration af værdiskabelsen hos de største virksomheder tilsiger umiddelbart, at deres betydning for konjunkturmæssige udsving i dansk økonomi er steget. Effekten afhænger dog også af samspillet mellem disse virksomheder og økonomiens øvrige aktører. Nogle virksomheders produktion indgår fx som input i produktionen hos andre virksomheder, hvilket er én blandt flere kanaler, hvorigennem stød til enkeltvirksomheder kan forplante sig bredere.²¹

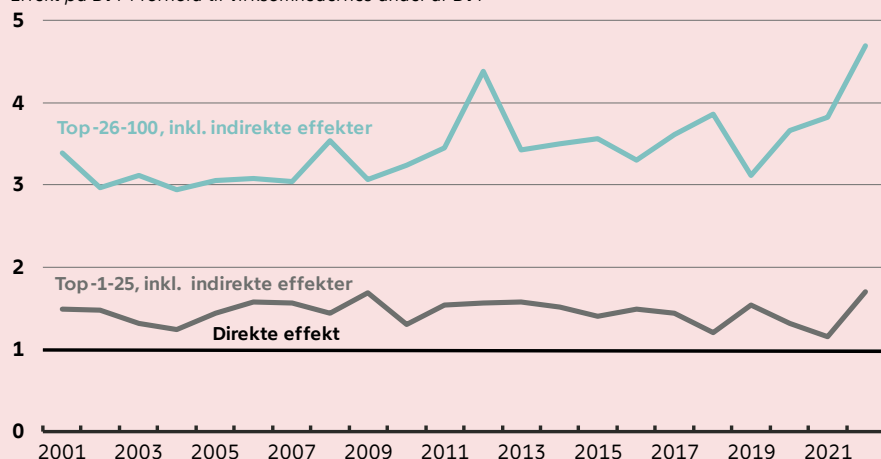
Resultaterne i figur 14 indikerer, at bidraget til udsving i dansk BNP fra de største virksomheder, som forventet, overstiger den direkte effekt. I forhold til deres størrelse er den afsmittende effekt dog mindre end ved stød til andre store virksomheder. Det kan bl.a. skyldes, at de største virksomheder er mere internationalt orienterede og derigennem har en mindre central placering i dansk økonomis produktionsnetværk.

²¹ Den samlede afsmittende effekt af et stød til en af de største virksomheder vil derudover også bl.a. afhænge af forbrugssammensætningen blandt de husholdninger, der er beskæftiget i de relevante virksomheder. Andersen mfl. viser, at de afledte effekter af et stød bl.a. afhænger af importandelen blandt de berørte husholdningers forbrug, og at denne andel varierer geografisk, se Asger Lau Andersen, Kilian Huber, Niels Johannesen, Ludwig Straub, Emil Toft Vestergaard, Disaggregated Economic Accounts, *NBER Working Paper*, nr. w30630, november 2022. På baggrund af denne sammenhæng viser Hansen og Jørgensen, at de afledte effekter er lidt større ved et eksportstød til medicinalindustrien sammenlignet med et generelt industrieksportstød. Den beregnede afsmittende effekt på dansk økonomi er behæftet med væsentlig usikkerhed, se Nikolaj Mose Dreisig Hansen og Mia Jørgensen, Øget eksport fra medicinalindustrien har både aggregerede og fordelingsmæssige effekter, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 5, august 2024.

FIGUR 14

De største virksomheder har relativt mindre afsmittende effekter i forhold til deres andel af værditilvæksten sammenlignet med andre store virksomheder

Effekt på BVT i forhold til virksomhedernes andel af BVT



Anm.: De indirekte effekter tager bl.a. højde for virksomhedernes afsmitning på værdiskabelsen hos samhandelspartnere. Den indirekte effekt bestemmes af forholdet mellem elasticitet af BNP med hensyn til produktivitetsvækst blandt virksomhederne i fx top-25 beregnet ud fra disse virksomheders andel af totalt salg og virksomhedernes andel af værdiskabelsen. I beregningen tages der desuden højde for den historiske sammenhæng mellem disse produktivitetsstød og udviklingen i BNP (den justerede Domar-vægt). Metoden er nærmere beskrevet i boks 4.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af data fra Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank.

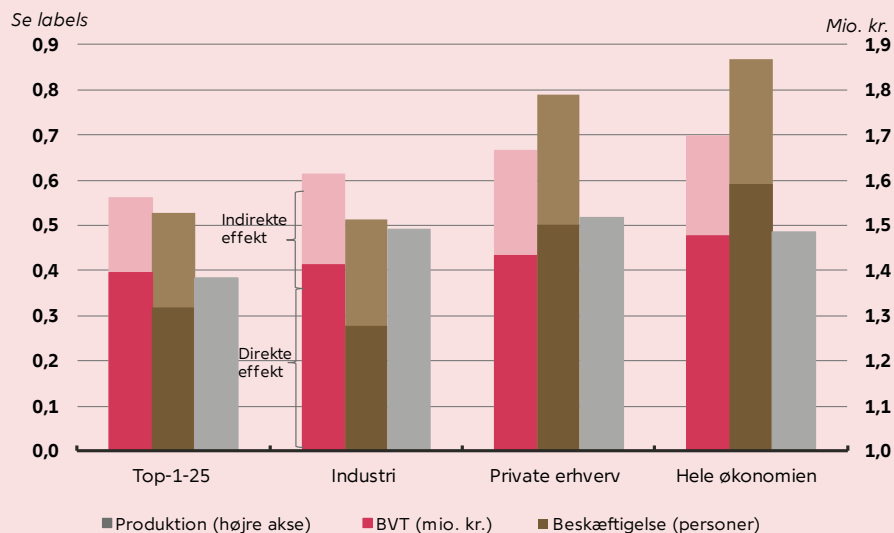
At de afsmittende effekter fra de største virksomheder på resten af økonomien er moderate, understøttes af beregninger på input-output-multiplikatorer, som netop tager højde for de enkelte branchers placering i dansk økonomis produktionsnetværk, se figur 15. Multiplikatorerne viser, hvor meget produktion, værditilvækst og beskæftigelse samlet set stiger, når produktionen i en branche stiger med 1 mio. kr. De største virksomheders afsmitning på resten af økonomien er beskeden sammenlignet med økonomien som helhed. Selv sammenlignet med industrien har de største virksomheder en mindre afsmitning på produktionsværdi og beskæftigelse, mens en større del af effekten på BVT kommer direkte fra værdiskabelsen i de største virksomheder.²² Beregningerne tager ikke højde for afledte effekter på efterspørgslen.

Input-output-multiplikatorerne komplementerer resultaterne af metoden beskrevet i boks 4, ved at de indirekte effekter på værdiskabelsen ved en stigning i de største danske virksomheders produktion er relativt afdæmpede. Input-output-beregningerne illustrerer forskellen i de afsmittende effekter baseret på branchesammensætningen, men ignorerer, at de største virksomheder kan adskille sig fra andre virksomheder i den samme branche. Omvendt illustrerer beregningerne i boks 4, at bidraget fra de største virksomheder adskiller sig fra øvrige virksomheder i den samme branche, men ignorerer effekten af branchesammensætning.

²² Input-output-multiplikatorer for de største virksomheder beror på en antagelse om, at leverancerne til og fra disse virksomheder inden for en givet branche er afspejlet i gennemsnittet for den pågældende branche. Såfremt de største virksomheder har færre leverancer fra andre danske producenter end gennemsnittet inden for en branche, kan de viste multiplikatorer være udtryk for et overkantsskøn for de afsmittende effekter.

FIGUR 15

Input-output-multiplikatorer understøtter, at de største virksomheder har mindre afsmittende effekter på øvrige dele af økonomien



Anm.: Figuren viser ændringen i produktion, BVT og beskæftigelse ved et stød på 1 mio. kr. til produktionsværdien i de største virksomheder. Den mørke del af søjlen viser den direkte effekt af stødet, mens den lyse del af søjlen viser den indirekte effekt af stødet. I beregningen opgøres de 25 største virksomheders vægt ud fra deres samlede andel af omsætningen i hver enkelt branche. Hver virksomheds omsætning fordeles mellem hver branche i overensstemmelse med den andel af virksomhedens omsætning, der finder sted i hver branche. Beregningerne er foretaget på Danmarks Statistiks input-output-tabeller på 69-grupperingen fra 2023.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

BOKS 4

De største virksomheder betyder mere for udsving i BNP, men har moderat afsmitning på den øvrige økonomi

De største virksomheder bidrager i stigende grad direkte til værdiskabelsen i Danmark på grund af deres stigende andel af samlet værditilvækst, men hvor stort er deres bidrag til de samlede udsving i BNP, når også indirekte effekter medregnes? For at besvare dette spørgsmål tages udgangspunkt i Hultens sætning, der under få antagelser siger, at i en efficient økonomi er førsteordens-approksimationen på effekten af et produktivitetsstød i en enkelt virksomhed på den samlede produktivitet lig med virksomhedens salg i forhold til BNP. Det betegnes "Domar-vægten".¹ Da udsving i totalfaktorproduktivitet alt andet lige føder en-til-en ind i produktionen, så er det også den teoretiske effekt på realt BNP af et produktivitetsstød i en virksomhed. Det er væsentligt, at dette er en førsteordens-approksimation, da fx Farhi og Baqaee viser, at faktorer såsom substitutionselasticiteter produkter imellem, netværksforbindelser samt muligheden for skalaafkast i den enkelte virksomhed har betydning for den forventede teoretiske effekt.²

Produktivtetsvækst på virksomhedsniveau

Første skridt mod at vurdere betydningen af de største virksomheders produktivitetsudvikling er at opgøre produktiviteten i de enkelte virksomheder. Det simpleste mål for dette er værditilvæksten pr. fuldtidsansat. Med udgangspunkt i Hultens sætning undersøger Gabaix ved hjælp af dette mål, hvordan virksomhedsspecifikke produktivitetsstød blandt store virksomheder i USA har påvirket amerikansk BNP.³ Denne analyse anvender samme tilgang til at undersøge betydningen af stød til de største virksomheder for dansk BNP. På samme måde som Gabaix beregnes derfor produktiviteten for de største danske virksomheder og derefter den "granulære residual" som det Domar-vægtede gennemsnit af produktivitetsvæksten for virksomhederne i forhold til produktivitetsvæksten for andre virksomheder i samme sektorer.

Sammenhængen mellem de største virksomheders produktivitetsvækst og BNP

For at vurdere den empiriske sammenhæng mellem produktivitetsvækst i de største virksomheder og BNP-væksten regresseres BNP-væksten på den granulære residual. Den estimerede regressionskoefficient, θ , fanger ideelt set den kausale effekt af produktivitetsvækst i de største virksomheder på BNP. I praksis kan der imidlertid ikke skelnes mellem denne kausale effekt og muligheden for, at produktiviteten i store virksomheder har en anden konjunkturvirkning end i mindre virksomheder. Bemærk, at Hultens sætning medfører, at θ teoretisk set skal være lig med 1. Hvis θ ikke er lig med 1 i praksis, kan dette forklares med bl.a. faktorerne nævnt i Farhi og Baqaee. Hvis θ er mindre end 1, kan det især skyldes, at de største virksomheders produkter er lette at substituere, eller at disse virksomheder har en mere perifer placering i Danmarks produktionsnetværk. Koefficienten θ er estimeret baseret på data fra 2002-22.

I data er der en positiv sammenhæng mellem BNP-vækst og den granulære residual, men sammenhængen ser ud til at være svagere, end hvad Hultens sætning antyder. Denne estimation giver $\theta = 0,47$ med en standardfejl på $\sigma = 0,25$. Sammenhængen er derfor signifikant på et 10-pct.-niveau. På grund af de korte tidsserier er skønnet imidlertid ikke præcist, og der er betydelig statistisk usikkerhed. 95-pct.-konfidensintervallet går fra -0,05, hvilket betyder, at store virksomheder slet ikke betyder noget for BNP-væksten, til 1, hvilket betyder, at virkningen af store virksomheder er givet af deres Domar-vægt. Det estimerede $\theta = 0,47$ er dog det bedste bud på virkningen af den granulære residual på BNP. Det estimerede θ er konstant over tid, men da Domar-vægtene og den granulære residual varierer over tid med størrelsen af de største virksomheder, kan det anvendes til at beregne en forventet tidsvarierende elasticitet mellem real BNP-vækst og produktivitetsvækst blandt de største virksomheder, se figuren.

Illustration af Domar- og justerede Domar-vægte over tid

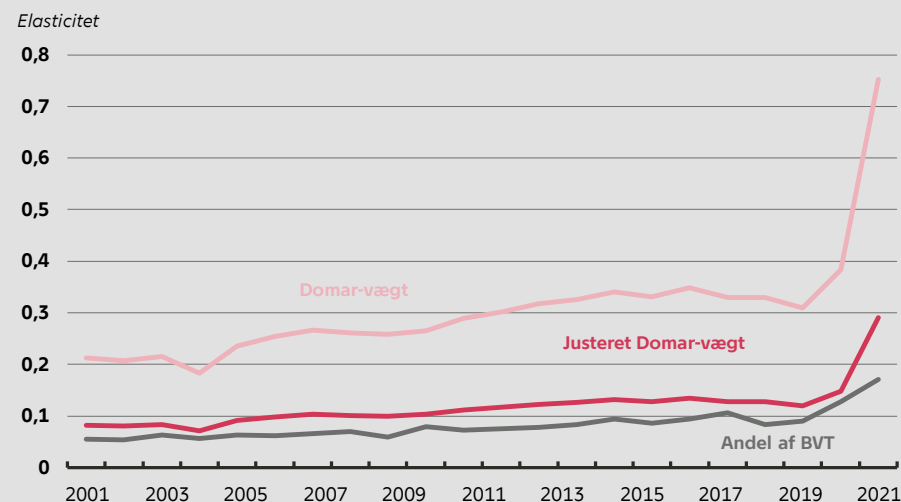
Figuren illustrerer tre mål for de største virksomheders betydning for dansk økonomi: Den grå linje viser udviklingen i de største virksomheders andel af værditilvæksten. Denne angiver virksomhedernes direkte betydning for BNP, hvis der ikke var nogen afsmitning til andre virksomheder i Danmark. Det kunne fx være tilfældet, hvis de importerer alle input og eksporterer al produktion. De største virksomheders andel af værditilvæksten stiger fra ca. 0,05 til 0,1 i 2020 og fordobles næsten fra 2020 til en slutværdi på ca. 0,17 i 2022. Den lyserøde linje i figuren viser den samtidige udvikling i de største virksomheders Domar-vægt. Denne stiger fra omkring 0,2 til omkring 0,3 mellem 2002 og 2020. Fra 2020 til 2022 stiger også Domar-vægten drastisk til næsten 0,8. Det indikerer en – teoretisk approksimeret – væsentlig grad af afsmitning på den øvrige økonomi fra produktivitetsstød blandt de største virksomheder. Endelig viser den røde linje i figuren den justerede Domar-vægt, som repræsenterer det bedste bud på virkningen af produktivitetsvækst i de største virksomheder på BNP-væksten. Dette svarer til ca. halvdelen af Domar-vægten. Den justerede Domar-vægt stiger fra ca. 0,1 i 2002 til ca. 0,3 i 2022. Da den justerede Domar-vægt er mellem halvdelen og to gange større end det direkte bidrag i form af værditilvækstandelen, indikerer det nogen afsmitning fra de største virksomheder, omend den præcise grad af afsmitning baseret på denne tilgang skal fortolkes varsomt.

Fortsættes ...

... fortsat

Figur

Stigende effekt på BNP ved en produktivitetsstigning på 1 pct. blandt de største virksomheder



Anm.: Den justerede Domar-vægt er baseret på en regression af "den granulære residual" på den reale BNP-vækst i årene 2002 til 2020, se Gabaix (2011).

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

¹ Charles R. Hulten, Growth Accounting with Intermediate Inputs, *The Review of Economic Studies*, vol. 45(3), side 511–518, 1978.

² David Rezza Baqaee og Emmanuel Farhi, The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten's Theorem, *Econometrica*, vol. 87(4), side 1155–1203, juli 2019.

³ Xavier Gabaix, The Granular Origins of Aggregate Fluctuations, *Econometrica*, vol. 79, 2011.

Begrænsede formueeffekter på efterspørgslen fra de største virksomheder

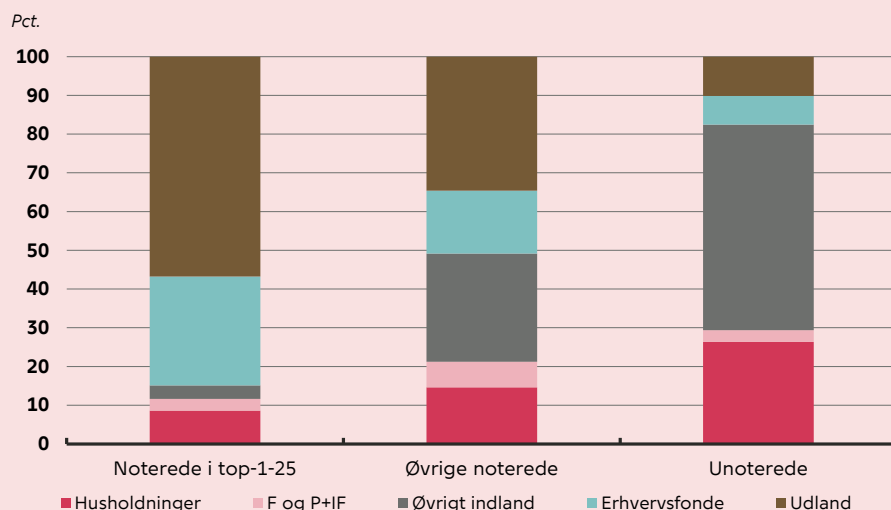
Ud over de direkte effekter på produktion og beskæftigelse vil udsving i virksomhedernes indtjening påvirke efterspørgslen i økonomien via effekter på ejernes formuer og modtagne dividender. På lang sigt må al indkomst og formue i princippet antages at blive omsat til forbrug, men hastigheden, hvormed det sker, og dermed betydningen for efterspørgslen på kortere sigt, afhænger i høj grad af, hvem der ejer virksomhederne. De store børsnoterede virksomheder har typisk en stor udenlandsk ejerandel, og samlet set ejede udlandet 57 pct. af den noterede del af de 25 største virksomheder, se figur 16. Det er væsentligt mere end den udenlandske ejerandel for øvrige noterede og unoterede danske virksomheder. Udsving i værdien af de største virksomheder forventes på den baggrund at have en mindre effekt på efterspørgslen efter danske varer og tjenester end tilsvarende udsving i værdien af øvrige danske virksomheder.

Fordelingen på tværs af grupper af indenlandske ejere trækker yderligere i retning af, at formueeffekterne er mindre ved de største virksomheder. Af de 43 pct. af værdien af de største virksomheder, der ejes af indenlandske aktører, står erhvervsdrivende fonde for 28 procentpoint, hvilket er mere end for andre danske virksomheder. Fondene forventes kun gradvist at reagere på udsving i værdien af deres aktiebeholdninger. Husholdningernes direkte ejerandel udgør 9 pct. af de største virksomheder, og dertil ejes yderligere 7 pct. af andre danske

aktører, herunder pensionsselskaber, investeringsforeninger mv., som i et vist omfang afspejler indirekte ejerskab blandt husholdningerne.

FIGUR 16

De største virksomheder ejes i høj grad af udlandet



Anm.: Data fra 2023. *Ejerandelene for de noterede i top-1-25 og øvrige noterede* er baseret på markedsværdier, hvorimod *unoterede* er baseret på regnskabsmæssige værdier af de enkelte virksomheder. Opgørelsen af *husholdninger* afspejler det direkte ejerskab af virksomheder. *Erhvervsfondes* ejerandel omfatter alene værdien af virksomheder, som kontrolleres af erhvervsdrivende fonde og ikke ejerskab i øvrige virksomheder og er korrigeret tilskrevet top-1-25-selskabers beholdninger af unoterede A-aktier. *F og P+IF* dækker over brancherne *forsikring og pension* samt *investeringsforeninger*. For *øvrigt indland* udgør ikke-finansielle selskaber og finansielle holdingselskaber en meget stor andel af de unoterede aktier.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Husholdningerne er den gruppe, som må formodes at reagere mest direkte på udsving i formuen. Reaktionen begrænses dog af, at det primært er de mest velstillede, som ejer aktier,²³ og at de er mindre tilbøjelige til at omsætte indkomststigninger til forbrug end den gennemsnitlige husholdning.²⁴ Forbruget formodes desuden at reagere mindre på den del af formuen, der ejes indirekte via bl.a. pensionsopsparinger, da disse er mindre likvide.

Større betydning af enkeltvirksomheder kan være forbundet med risici

Øget specialisering i produktionen blandt danske virksomheder har givet anledning til øget velstand, bl.a. ved at understøtte produktivitet, beskæftigelse og investeringer. Men i takt med at værdiskabelsen koncentrerer sig på færre virksomheder, øges de negative konsekvenser for dansk økonomi, hvis én af disse virksomheder kommer i vanskeligheder eller flytter til udlandet.

Samlet set kan de samfundsøkonomiske konsekvenser af et tilbageslag for en meget stor virksomhed være væsentlige – særligt hvis de materialiseres sammenfaldende med en recession i den øvrige økonomi. De samlede risici skal

²³ Se Henrik Yde Andersen, Niels Lynggård Hansen og Andreas Kuchler, Pension wealth and macroeconomic stability, i Torben M. Andersen, Svend Erik Hougaard Jensen og Jesper Rangvid (ed.), *The Danish pension system: Design, performance and challenges*, Oxford University Press, 2022.

²⁴ Se Edmund Crawley og Andreas Kuchler, Consumption heterogeneity: Micro drivers and macro implications, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 15(1), januar 2023.

dog ses i lyset af, at sandsynligheden for en pludselig konkurs i en af de største virksomheder formentligt er relativt beskeden. I de følgende afsnit diskuteres først sandsynligheden for et sådant scenarie og dernæst de rent mekaniske konsekvenser for værdiskabelse og beskæftigelse. Endelig diskuteres effekten på investeringer og forbrug samt de potentielt betydelige tillidseffekter i et sådant scenarie, der behæfter alle beregninger med stor usikkerhed.

Risiko associeret med større betydning af enkeltvirksomheder afhænger både af konsekvenserne, hvis én af dem kommer i vanskeligheder eller oplever et større tilbageslag, og af selve sandsynligheden for, at dette sker. For alle virksomheder er der en risiko for, at grundlaget for deres forretningsmodel forsvinder. Dermed kan en stor del af virksomhedens kapitalapparat (fysisk såvel som immaterielt) miste sin værdi, samtidig med at beskæftigelsen falder bort. Sandsynligheden for en pludselig konkurs i en af de største virksomheder er formentligt relativt beskeden, omend det før er set, at også store virksomheder kan miste betydelige dele af deres forretningsgrundlag. Alternativt kan det tænkes, at en globalt orienteret virksomhed helt eller delvist afvikler sine aktiviteter i Danmark og i stedet fører dem videre i udlandet. Det forhold, at en væsentlig del af de største virksomheder er kontrolleret af bl.a. danske erhvervsdrivende fonde i Danmark, se figur 16, kan dog reducere sandsynligheden for en afvikling.

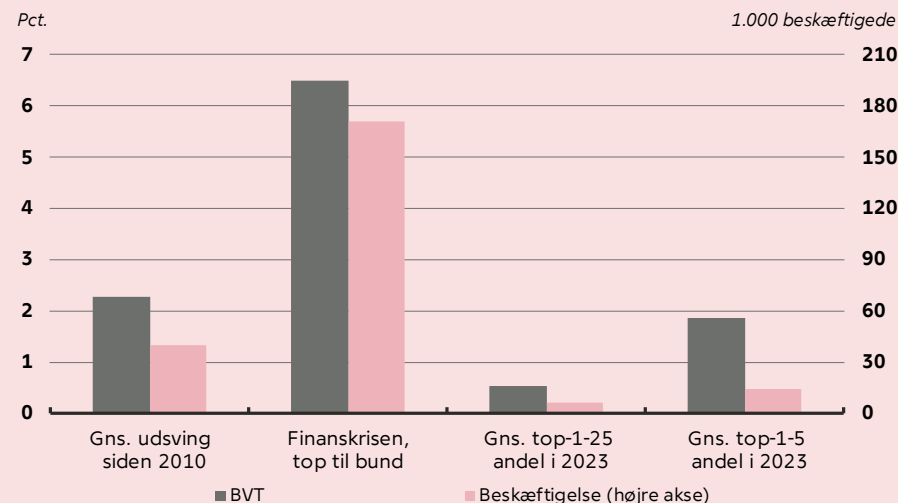
De rent mekaniske konsekvenser for dansk beskæftigelse og værdiskabelse af et bortfald af en af de 25 største virksomheder vil afhænge af den konkrete virksomheds størrelse. I gennemsnit havde de 25 største virksomheder i Danmark i 2023 omtrent 6.000 ansatte og stod samtidig for 0,5 pct. af private, ikke-finansielle virksomheders samlede værditilvækst. Det er mindre end den gennemsnitlige årlige ændring i værditilvækst og beskæftigelse (op eller ned) siden finanskrisen på henholdsvis 2,3 pct. og 40.000 personer, se figur 17. Skulle en gennemsnitlig top-25-virksomhed gå konkurs fra den ene dag til den anden, vil det umiddelbare fald i produktionen således rent mekanisk være væsentligt, men ikke i sig selv være nok til at medføre en decideret lavkonjunktur i dansk økonomi. Der er imidlertid betydelig variation i størrelsen af de enkelte top-25-virksomheder, og en situation, hvor en af de allerstørste virksomheder kommer i vanskeligheder, vil naturligvis kunne være mere alvorlig. Det umiddelbare rent mekaniske fald vil i det tilfælde være ca. 1,9 pct. af værditilvæksten og ca. 14.000 personer.

Effekten på beskæftigelsen er mindre, end faldet i BVT umiddelbart ville tilsige, hvilket afspejler de store virksomheders kapitalintensive produktionsstruktur. En stor del af arbejdskraften er desuden højt kvalificeret og vil formentligt være eftertragtet i den øvrige del af dansk økonomi.²⁵ De største virksomheder beskæftiger desuden en del udenlandsk arbejdskraft, som i et vist omfang må formodes at forlade Danmark. I en højkonjunktur vil de afskedigede medarbejdere lettere kunne finde nyt arbejde, hvorimod en krise hos en af de største virksomheder i en lavkonjunktur må formodes at føre til en længerevarende forøgelse af ledigheden.

Disse rent mekaniske beregninger giver dog langt fra det fulde billede af konsekvenserne for dansk økonomi af en konkurs i en af de største danske virksomheder. Som diskuteret ovenfor, vil der være afsmittende effekter på økonomien mere bredt. Et tilbageslag i en stor virksomhed vil ud over at påvirke beskæftigelsen også føre til lavere forbrug og investeringer. Mens den kapitalintensive produktion hos de store virksomheder reducerer effekten på beskæftigelsen, styrker den omvendt den mulige effekt på investeringerne.

²⁵ Erfaringerne fra teknologivirksomheden Nokia er, at 70 pct. af de afskedigede fandt anden beskæftigelse inden for et år, og andelen var større blandt de mest kvalificerede. Se Ali-Yrkkö Jyrki Natalia Kuosmanen, Mika Pajarinen, Structural change in the ICT Sector - where have former Nokia employees ended up? *Journal of the Finnish Economic Association*, vol.(3), nr. 1, 2022.

FIGUR 17

Den gennemsnitlige top-25-virksomhed udgjorde i 2023 en mindre andel af økonomien end de typiske årlige udsving i økonomien

Anm.: De gennemsnitlige udsving siden 2010 angiver den gennemsnitlige absolutte ændring i beskæftigelse og BVT. Finanskrisens top for BNP var 1. kvartal 2007, og bund var 2. kvartal 2009, hvorimod top for beskæftigelsen var 3. kvartal 2008, og bund var 1. kvartal 2010.

Kilde: Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

Effekten på forbruget af et tilbageslag i en stor virksomhed afspejler både, at ledigheden umiddelbart vil stige, og at husholdningerne vil lide et tab på deres aktiebeholdning. Den gennemsnitlige markedsværdi af de 25 største virksomheder er omtrent 250 mia. kr., og heraf ejes 9 pct. direkte af husholdningerne. Baseret på forskning i effekter af uventede aktiegevinster og -tab indikerer tallene for de danske virksomheder, at en total nedskrivning af en gennemsnitlig top-25-virksomhed ville medføre en umiddelbar reduktion af privatforbruget på omtrent 1 mia. kr. inden for et år.²⁶ I 2023 udgjorde privatforbruget 1.300 mia. kr. Der skal dog tages betydelige forbehold for en beregning, hvor historiske reaktioner på "normale" udsving i aktiekurserne lægges til grund for den mulige reaktion på, at en virksomhed mister hele sin værdi.

Faldet i forbrug og investering kan forstærkes af de betydelige negative tillidseffekter, der kan tænkes at være i forbindelse med en krise i en stor virksomhed. De samfundsøkonomiske implikationer af en krise i en eller flere store virksomheder er ikke nødvendigvis proportionale med fx antallet af afskedigede. En negativ udvikling i en stor virksomhed vil bemærkes på tværs af landet og kan derfor, som følge af øget usikkerhed om fremtiden, også føre til en reduktion i forbruget og investeringerne hos husholdninger og virksomheder, der ikke er direkte berørte. Samtidig kan der være alvorlige konsekvenser i de geografiske områder, hvor en stor andel af arbejdsstyrken er beskæftiget i den virksomhed, som kommer i vanskeligheder. På den baggrund er det ikke muligt med nogen præcision at forudsige effekterne af en eventuel krise i en stor dansk virksomhed baseret på de historiske økonomiske sammenhænge.

²⁶ Overslaget fundes i en vurdering af en marginal forbrugstilbøjelighed ud af tabet på 4,4 pct. inden for et år og 16 pct. over tre år, se Asger Lau Andersen, Niels Johannesen og Adam Sheridan, Dynamic Spending Responses to Wealth Shocks: Evidence from Quasi Lotteries on the Stock Market, *American Economic Review: Insights*, vol. 6(3), september 2024.

Produktionsstrukturer kan påvirke sammenhæng mellem BNP, beskæftigelse og kapacitetsudnyttelse

Stigende betydning af de 25 største virksomheder har medvirket til, at betydningen for dansk værdiskabelse af intellektuelle rettigheder samt produktion i udlandet er øget. Når produktionsstrukturen i dansk økonomi ændres, kan det påvirke sammenhængen mellem centrale økonomiske størrelser som BNP, beskæftigelse og kapacitetsudnyttelse. Det er nødvendigt at tage højde for dette i vurderingen af konjunkturudviklingen.

BNP har historisk spillet en betydelig rolle i vurderingen af den økonomiske udvikling. En stigning i BNP kan imidlertid skyldes enten en stærkere efterspørgsel eller en stigning i økonomiens underliggende produktionspotentiale. For at få det samlede billede af økonomien, og for at tilrettelægge den økonomiske politik mest hensigtsmæssigt, er det nødvendigt at holde udviklingen i BNP op imod den underliggende udvikling i økonomiens potentiale. Potentialet afhænger af en række forhold, herunder produktiviteten og mængden af produktionsfaktorer, der er til rådighed for virksomhederne i form af kapital og arbejdskraft.

Forholdet mellem det faktiske BNP og potentialet giver et udtryk for kapacitetspresset. Hvis kapacitetspresset er positivt, så den økonomiske aktivitet overstiger den potentielle, vil der være en tendens til, at pris- og lønstigningstakten øges. Omvendt vil et negativt kapacitetspres virke afdæmpende for lønninger og priser. Økonomiens potentiale kan således betragtes som det niveau for BNP, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling.

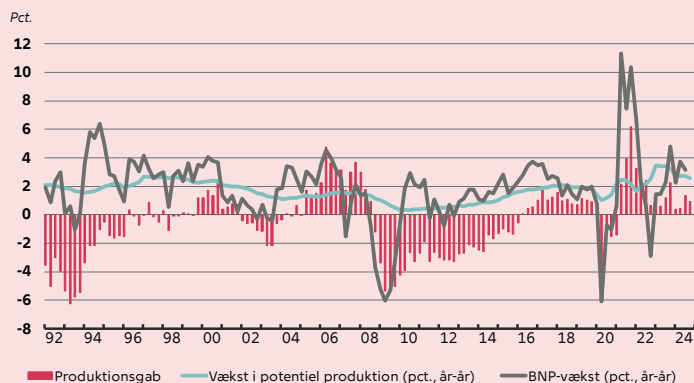
På kort sigt vil der typisk være en tæt sammenhæng mellem kapacitetspresset og BNP, se figur 18. Det afspejler, at udsving i økonomien i betydelig grad drives af udsving i efterspørgslen i form af forbrug og investeringer samt efterspørgsel fra udlandet, mens det underliggende produktionspotentiale udvikler sig mere stabilt. Udsving i forbrug eller investeringer vil have afledte effekter på produktion, beskæftigelse og import mv. og påvirker derfor økonomien mere bredt. Der vil således også ofte være en relativt tæt sammenhæng mellem udviklingen i BNP og beskæftigelsen, omend arbejdsmarkedet typisk reagerer med et par kvartalers forsinkelse på ændringer i den økonomiske aktivitet, se figur 19.²⁷ Sammenhængen afspejler, at en stigning i efterspørgslen, der giver sig udtryk i stigende produktion og dermed et højere BNP, typisk muliggøres af en stigning i beskæftigelsen.

I takt med at intellektuelle rettigheder som patenter er kommet til at spille en større rolle, kan det svække sammenhængen mellem BNP og kapacitetspres. Et patent vil ofte være forbundet med store omkostninger, men når først det er i virksomhedens besiddelse, kan det ved i en periode at skærme virksomheden for konkurrence muliggøre, at virksomheden kan sælge sine produkter til en pris, der i betydelig grad overstiger de marginale produktionsomkostninger.²⁸ Det betyder, at en relativt beskeden udvidelse af medarbejderstaben kan generere en betydelig forøgelse af værditilvæksten. Dermed kan produktionen opgjort som enten omsætning eller værditilvækst svinge væsentligt som reaktion på udsving i efterspørgslen, uden at det har tilsvarende stor betydning for beskæftigelsen. Den produktionsform baseret på intellektuelle rettigheder, der er særligt fremherskende i de største virksomheder, reducerer således indvirkningen på kapacitetsudnyttelsen af udsving i BNP.

²⁷ Se Danmarks Nationalbank, *Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving*, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

²⁸ Se fx M. Bajgar, C. Criscuolo og J. Timmis, *Intangibles and industry concentration: Supersize me*, *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, 2021/12, samt N. Crouzet og J.C. Eberly, *Understanding weak capital investment: The role of market concentration and intangibles*, *National Bureau of Economic Research*, nr. w25869, 2019.

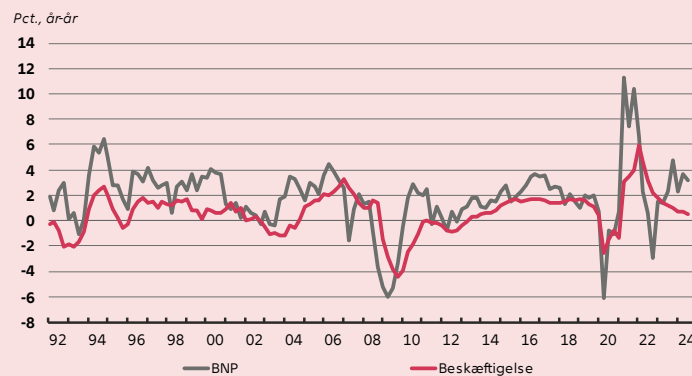
FIGUR 18

Kapacitetspreset tager typisk til, når væksten i BNP er høj

Anm.: Potentiel produktion angiver det produktionsniveau, som på lang sigt er foreneligt med en stabil pris- og løndannelse.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 19

Udsving i BNP og beskæftigelse følger traditionelt hinanden, men sammenhængen er svækket i de seneste år

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Sammenhængen mellem konjunkturmæssige udsving i BNP, beskæftigelse og dermed kapacitetspres svækkes yderligere, hvis de intellektuelle rettigheder kombineres med produktion i udlandet under dansk ejerskab. I denne situation kan produktionen tilpasses udsving i efterspørgslen med meget begrænsede direkte konsekvenser for beskæftigelsen i Danmark. Produktion i udlandet kan dog indirekte have betydning for den indenlandske beskæftigelse, jf. ovenfor.

Ændrede strukturer i retning af en mindre arbejdskraftintensiv produktion kan have betydning for konkurrenceevnen, der er en af økonomiens indbyggede stabiliseringsmekanismer.²⁹ I en situation med et positivt kapacitetspres vil der være en tendens til, at lønstigningerne tiltager, og at det derfor bliver dyrere for virksomhederne at producere. Da valutakursen som følge af fastkurspolitikken ikke ændrer sig, vil det betyde, at virksomhedernes produkter bliver dyrere i forhold til tilsvarende produkter produceret i udlandet, og at efterspørgslen dermed falder. Dette tab af konkurrenceevne over for de udenlandske konkurrenter bidrager til at stabilisere udsvingene i BNP, omend effekten må formodes at virke meget gradvist.

Hvis løn kommer til at udgøre en mindre andel af de samlede produktionsomkostninger, vil en stigning i lønningerne i mindre grad påvirke virksomhedernes omkostninger og dermed deres konkurrenceevne. På den baggrund kan et skift i produktionsstrukturer i retning af en øget betydning af immaterielle rettigheder svække en indbygget stabilisering af BNP. I det omfang, at en stigning i BNP fører til en stigning i beskæftigelsen, må det imidlertid stadig antages at give sig udslag i en højere lønstigningstakt, hvilket øger produktionsomkostningerne og trækker i retning af at reducere efterspørgslen efter arbejdskraft. Dermed bibeholdes en central stabiliseringsmekanisme i relation til arbejdsmarkedet.

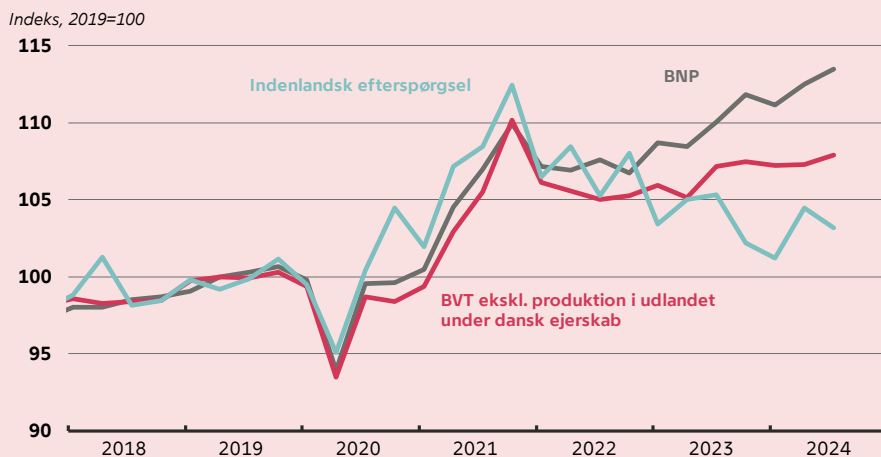
²⁹ For yderligere diskussion af, hvordan ændrede produktionsstrukturer kan påvirke konkurrenceevnen, se Andreas Kuchler, Morten Spange, Mathias Busk Tjørnum, Thomas Rasmussen Damsgaard og Robert Wederkinck, Dansk produktivitet og konkurrenceevne i en globaliseret verden, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 6, marts 2025.

Større udsving i BNP koblet med mindre indvirkning på kapacitetspresset kan gøre det vanskeligere at identificere vendepunkter i konjunkturudviklingen. Vendepunkter i produktion og værdiskabelse ses typisk før vendepunkter på arbejdsmarkedet, og de er derfor vigtige at identificere for at tilpasse den økonomiske politik rettidigt. De seneste år har udviklingen i BNP været præget af ekstraordinært store kvartalsvise udsving, som bl.a. kommer fra produktionen i og eksport fra brancher, som er præget af store, internationale danske virksomheder. Udsvingene har samlet set løftet BNP og har fundet sted, samtidig med at den indenlandske efterspørgsel er faldet, se figur 20.

Nationalbanken har vurderet, at efterspørgslen efter arbejdskraft og dermed kapacitetspresset inden for den typiske prognosehorisont på 2-3 år har en tættere sammenhæng med BVT ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab end med BNP.³⁰ BVT ekskl. produktion i udlandet fraregner en stor del af den værdiskabelse, som finder sted i udlandet ved hjælp af danske immaterielle aktiver med begrænset direkte brug af dansk arbejdskraft og fysisk kapitalapparat. Dette alternative mål viser en tydeligere afdæmpning af konjunktursituationen i 2022 efter Ruslands invasion af Ukraine, end udviklingen i BNP umiddelbart indikerer. Tolkningen understøttes også af udviklingen i priser og lønninger, hvor inflationen er kommet ned igen efter en periode med meget høje pristigninger.

FIGUR 20

BNP er de seneste år steget kraftigt, samtidig med at den indenlandske efterspørgsel har været svag



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

³⁰ Se Danmarks Nationalbank, Udsigt til lavere lønstigninger og stabil inflation trods usikre tider, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 9, marts 2025.

03

Store globale virksomheders betydning for økonomisk politik

I Danmark er pengepolitikken alene tilrettelagt med henblik på at opretholde en fast kurs på kroner over for euro. Derigennem sikres en lav og stabil inflation på længere sigt, ligesom fastkurspolitikken generelt har skabt fundamentet for en relativt stabil udvikling i økonomien i øvrigt. I det omfang, at der er behov for stabilisering, der rækker ud over, hvad der kommer fra pengepolitikken, påhviler det finanspolitikken. Nationalbanken giver på den baggrund anbefalinger til finanspolitikken med henblik på at sikre et stabilt konjunkturforløb.³¹

Et stabilt konjunkturforløb er bl.a. karakteriseret ved, at BNP ikke afviger nævneværdigt fra det potentielle niveau, som er bestemt af produktiviteten og mængden af produktionsfaktorer. Det vil ofte give anledning til en stabil løn- og prisudvikling. Den stigende betydning af intellektuelle rettigheder i kombination med produktion i udlandet kan potentielt medføre, at BNP kan svinge mere end tidligere, uden at det afspejler udsving i kapacitetsudnyttelsen. Det kan ske som følge af udsving i økonomiens potentielle produktion, uden at fx presset på arbejdsmarkedet svinger tilsvarende.

Finanspolitikken bør kun i mindre grad bidrage til at dæmpe en stigning i BNP, hvis det ikke samtidig medfører en stigning i den indenlandske beskæftigelse ud over potentialet. Det kan fx være tilfældet, hvis stigningen i BNP primært muliggøres af en højere udnyttelse af intellektuelle rettigheder, evt. suppleret med højere beskæftigelse i udenlandske enheder. På den baggrund er udtrykket for BVT fraregnet danske virksomheders produktion i udlandet relevant ved tilrettelæggelsen af finanspolitikken. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, hvorvidt en stigning i aktiviteten via tillids- og formueeffekter styrker den indenlandske efterspørgsel, hvilket kan understøtte kapacitetspresset.

I en lille, åben økonomi vil en stor virksomhed i sagens natur fylde mere som andel af den samlede produktion og beskæftigelse. De største virksomheder er private virksomheder, der opererer på globale markedsvilkår, og et lille land som Danmark har klare velstandsgevinster fra sådanne højproduktive virksomheder. Grundlæggende bør virksomheder have lov til at udnytte gunstige markedsforskel, så længe det ikke sker på bekostning af andre markedssager, ud over hvad almindelige konkurrencevilkår tilsiger.

Det danske arbejdsmarked er kendetegnet ved en relativt høj grad af fleksibilitet. Den såkaldte flexicurity-model betyder således, at omkostningerne til at ansætte og afskedige medarbejdere er relativt begrænsede. Det fører bl.a. til relativt store bevægelser i beskæftigelsen på tværs af virksomheder. Samtidig er en stor del af arbejdsstyrken omfattet af kollektive arbejdsløshedsforsikringer. Fleksible arbejdsmarkeder og en velkvalificeret arbejdsstyrke bidrager til, at en eventuel krise i en af de største virksomheder ikke forplanter sig til et større økonomisk tilbageslag med en varig stigning i ledigheden og en nedgang i forbruget.

³¹ For en introduktion til stabiliseringspolitik i Danmark, se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

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,
eller scan QR-koden.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.
Læs mere på 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**