

Inflationen er på rette kurs, men der er fortsat et vist inflationspres

Inflationen er faldet kraftigt, og den økonomiske politik er indtil videre lykkedes med at holde inflationsforventningerne velforankrede. Der er imidlertid stadig et vist inflationspres fra højere lønninger, som typisk giver et mere vedvarende inflationspres end energi og andre råvarer. Derfor er der fortsat behov for, at penge- og finanspolitikken samlet set holder inflationspresset nede.

Kontakt

Teis Hald Jensen
Kommunikations- og presserådgiver
tehj@nationalbanken.dk
+45 3363 6066

58 sider



Vækstafdæmpning i dansk økonomi det seneste år

Dansk og international økonomi er præget af en afdæmpning af væksten og kapacitetspresset, bl.a. som følge af rentestigninger de seneste to år. Beskæftigelsen i Danmark stiger dog fortsat, og der er stadig et vist inflationspres fra bl.a. lønninger, selvom inflationen er faldet betydeligt det seneste år.



Høje lønstigninger bidrager til et vist inflationspres

Høje lønstigninger forventes også de kommende år at bidrage til et vist inflationspres. Beskæftigelsen ventes at falde svagt, efterhånden som beskæftigelsen tilpasser sig vækstafdæmpningen i økonomien. Dermed ventes presset på arbejdsmarkedet at tage af frem mod 2025, og det forventes at dæmpe lønstigninger og kerneinflationen i løbet af 2025.



Finanspolitikken er aktuelt passende afstemt med konjunktursituationen

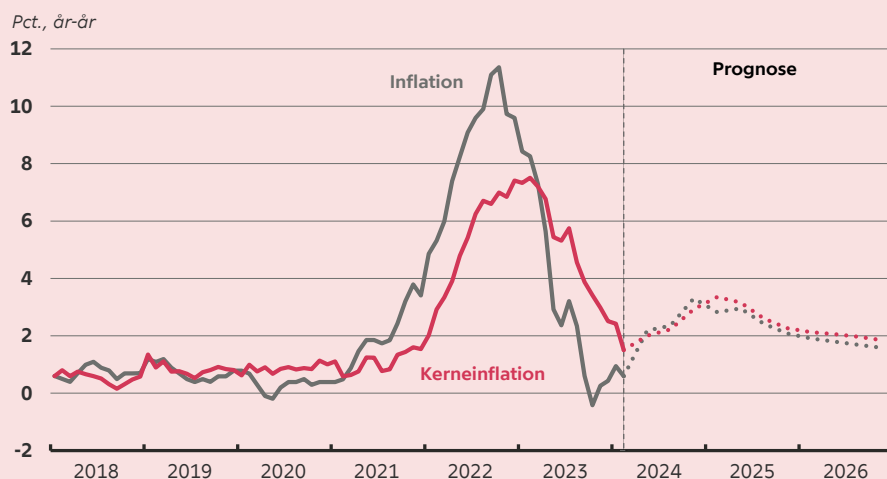
Pengepolitikken yder et væsentligt bidrag til at dæmpe inflationen både i Danmark og euroområdet, og der er ikke udsigt til nævneværdige forskelle i hverken kapacitetspresset eller løn- og prisudviklingen. Den planlagte finanspolitik i Danmark vurderes at være passende afstemt med konjunktursituationen.

Hvorfor er det vigtigt?

Danmarks Nationalbank overvåger løbende dansk økonomi for at leve op til vores formål om at sikre stabile priser. Nationalbanken laver konjunkturvurderinger og makroøkonomiske prognoser som 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 desuden suppleret af to temaanalyser, som går i dybden med den seneste udvikling på arbejdsmarkedet¹ og virkningen af centralbankernes rentestigninger i Danmark.²

Hovedfigur: Inflationen forventes at stige igen det kommende år



Anm.: Kerneinflationen fraregner energi og uforarbejdede fødevarer.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

¹ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

² Se Andersen, Jørgensen, Kuchler, Larsen, Læssøe, Otte, Spange og Weissert, Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.



Emner

Dansk økonomi

Inflation og prisudvikling

International økonomi

Udsigter for dansk økonomi

Økonomisk aktivitet

Økonomisk politik

01

Kort fortalt



Den planlagte finanspolitik i Danmark vurderes at være passende afstemt med konjunktursituationen

Inflationen er faldet

Inflationen er faldet betydeligt, bl.a. på grund af store prisfald på energi. Kerneinflationen er også faldet, og det skyldes i høj grad, at virksomhedernes materialeomkostninger fx til energi er faldet. Omvendt er høje lønstigninger begyndt at øge virksomhedernes omkostninger.

Udsigt til inflationspres fra lønninger

De høje lønstigninger ventes også fremover at sætte sig i inflationen i et vist omfang, da virksomhederne bredt set vil have svært ved at absorbere stigende lønomkostninger i indtjeningen. Samtidig er der ikke længere udsigt til medvind fra lavere materialeomkostninger.

Forbruget øges af reallønsfremgang

Lønstigningerne er igen højere end inflationen, og der er fremgang i forbruget. Væksten i forbruget forventes dog at forblive afdæmpet, da husholdningernes indkomstfremgang fortsat dæmpes af højere renteudgifter, og beskæftigelsen forventes at falde lidt.

Fremgang i udlandet øger eksporten

Reallønsfremgang i udlandet og mindre modvind fra rentestigninger forbedrer vækstudsigterne på Danmarks eksportmarkeder. Væksten i danske eksportvirksomheder uden for medicinalindustrien forventes derfor gradvist at vende tilbage.

Udsigt til fortsat vækstafdæmpning

Dansk økonomi er præget af en todeling med en vækstafdæmpning i de fleste dele af økonomien, mens medicinalindustrien har haft stor fremgang. Vækstafdæmpningen ventes at fortsætte, men væksten tager lidt til, efterhånden som eksporten bedres.

Beskæftigelsen svækkes en smule

Væksten forventes først i løbet af 2024 at komme på linje med, hvad der normalt er nok til at fastholde beskæftigelsen. Det lille fald i beskæftigelsen forstærkes af, at prisen på arbejdskraft igen stiger i forhold til andre priser i økonomien.

TABEL 1

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2023	2024*	2025*	2026*
BNP (realt), pct.	1,8	2,4	1,4	1,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.214	3.226	3.213	3.208
Ledighed, brutto, 1.000 personer	84	90	95	95
Betalingsbalance, pct. af BNP	11,1	11,9	11,0	11,4
Offentlig saldo, pct. af BNP	4,6	2,7	2,8	2,2
Huspriser, pct. år-år ¹	-0,4	3,7	1,6	2,4
Forbrugerpriser, pct. år-år	3,4	2,2	2,6	1,7
Kerneinflation, pct. år-år	5,2	2,3	2,8	2,0
Timeløn (industrien), pct. år-år ²	4,2	5,6	4,0	3,4

1. Nominelle priser på enfamiliehuse.
2. Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.
Anm.: * angiver prognose. Offentlig saldo og huspriser i 2023 er også skøn.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

02

Overblik og anbefalinger til den økonomiske politik



**Dansk økonomi
forventes at være
i en omtrent neutral
konjunktursituation
gennem prognosen**

Inflationen i dansk og international økonomi er det seneste år faldet kraftigt. Energipriserne er faldet mærkbart, og kraftige rentestigninger har dæmpet væksten, så kapacitetspresset er taget af, og inflationsforventningerne er forblevet velforankrede omkring centralbankernes målsætning både i euroområdet og USA.³ Faldet i inflationen kommer efter nogle år, hvor inflationen var meget høj som følge af store prisstigninger på energi efter Ruslands invasion af Ukraine og et stort kapacitetspres i kølvandet på genåbningen efter pandemien. Kapacitetspresset har været større i Danmark end i euroområdet, men det har ikke givet udslag i større løn- og prisstigninger.

Fortsat vækstafdæmpning i dansk økonomi

Dansk økonomi har de seneste to år været præget af en todeling af økonomien, hvor der på den ene side har været en afdæmpning af væksten i de fleste dele af dansk økonomi, mens der på den anden side er stor fremgang i medicinalindustrien.

Væksten i de fleste dele af dansk økonomi blev i første omgang dæmpet af de kraftige prisstigninger, og sidenhen af de kraftige rentestigninger. Vækstafdæmpningen er bl.a. tydelig i detailhandlen, byggeriet og industriproduktionen, når man ser bort fra medicinalindustrien, og vækstafdæmpningen har reduceret kapacitetspresset betydeligt de seneste to år.

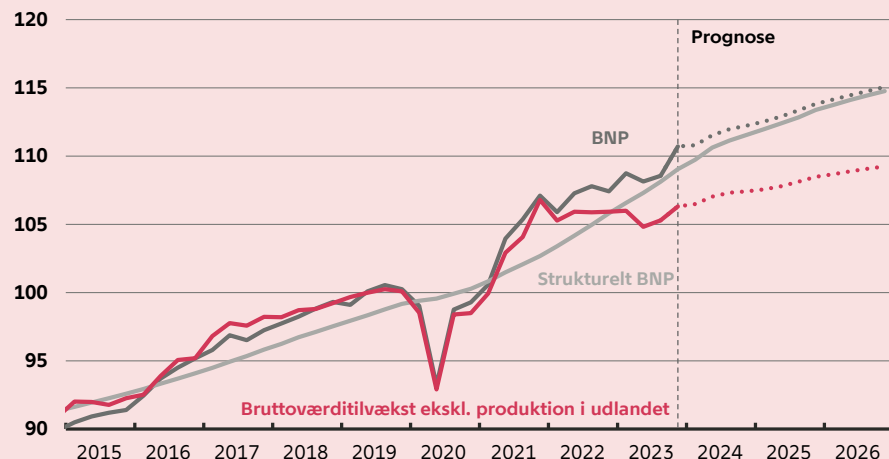
Fremgangen i medicinalindustrien har i stort omfang været båret af produktion i udlandet under dansk ejerskab. Den produktion indgår i bruttonationalproduktet, BNP, i Danmark, selvom mange af de arbejdspladser, der er knyttet til selve produktionen, findes i udlandet. Derfor skønnes fremgangen i medicinalindustrien ikke i nævneværdigt omfang at bidrage til kapacitetspresset i dansk økonomi på kort sigt. Fraregnet produktion i udlandet under dansk ejerskab har bruttoværditilvæksten, BVT, været omtrent uændret siden slutningen af 2021, se figur 1. Opgørelsen af BVT ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab er ikke udtryk for en mere retvisende opgørelse af værdiskabelsen i Danmark, men opgørelsen vurderes konjunkturmæssigt at have en tættere sammenhæng med udviklingen i beskæftigelsen i Danmark.

³ Se afsnittet "Mål for inflationsforventninger tyder på inflation tæt på 2 pct. fremadrettet" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

FIGUR 1

Betydelig vækstafdæmpning de seneste to år fraregnet produktion i udlandet under dansk ejerskab

Indeks, 2019 = 100



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Der er imidlertid udsigt til, at de faktorer, som har dæmpet væksten de seneste to år, er begyndt at lette. Først og fremmest er energipriserne faldet betydeligt, og husholdningerne har nu igen reallønsfremgang. Dertil er der udsigt til mindre modvind fra pengepolitikken, efterhånden som de kontraktive virkninger på væksten fra de seneste års rentestigninger tager af i styrke. Det styrker husholdningernes økonomi og understøtter det private forbrug og boligmarkedet både herhjemme og på mange af Danmarks eksportmarkeder.

Fornyset fremgang på Danmarks eksportmarkeder giver desuden grobund for, at væksten også tager til i flere danske eksportvirksomheder. Væksten i dansk økonomi forventes gennem 2024 at blive lidt højere end de seneste to år og gradvist komme på linje med den skønnede potentielle vækst, som er forenelig med stabil løn- og prisudvikling, og dansk økonomi forventes at være i en omtrent neutral konjunktursituation igennem prognoseperioden. Dermed er hovedscenariet for denne prognose, at dansk økonomi undgår en lavkonjunktur. For 2024 skønnes væksten i BNP at blive 2,4 pct., som bl.a. skyldes et markant bidrag på 1,6 pct. fra produktion i udlandet og genåbningen af naturgasfeltet Tyra.

Udsigt til svagt fald i beskæftigelsen

På trods af vækstafdæmpningen i store dele af dansk økonomi er der stadig fremgang i beskæftigelsen, lav ledighed og et mærkbart pres på arbejdsmarkedet. Fremgangen i beskæftigelsen har siden begyndelsen af 2022 været kraftig sammenlignet med værditilvæksten, og det seneste opsving har været mere jobintensivt end normalt. Det jobintensive opsving skal bl.a. ses i lyset af dels betydelige forskydninger i de relative priser, hvor prisen på

arbejdskraft i en periode er steget langsommere end andre priser i økonomien, dels en markant forøgelse af den strukturelle beskæftigelse.⁴

Fremover forventes beskæftigelsen at falde lidt, da væksten først i løbet af 2024 skønnes at komme på linje med, hvad der normalt er nok til at fastholde beskæftigelsen. Lønstigningerne i den private sektor i Danmark er taget til som følge af det store pres på arbejdsmarkedet og den høje inflation, som det også ses i resten af Europa og USA. Høje lønstigninger gennem resten af denne overenskomstperiode indebærer, at prisen på arbejdskraft igen stiger i forhold til andre priser i økonomien, og bl.a. derfor forventes beskæftigelsen at tilpasse sig den afdæmpning af væksten, som har fundet sted.

Inflationen holdes nede på trods af et vist inflationspres fra lønninger

De store lønstigninger øger virksomhedernes omkostninger, og inflationen forventes at stige til lidt over 3 pct. i slutningen af 2024. Nationalbanken vurderer, at virksomhederne bredt set ikke har meget rum til at absorbere højere omkostninger i deres indtjening, og efterspørgslen forventes ikke at blive tilstrækkelig svag til, at virksomhederne bliver nødt til at reducere deres avancer for at opretholde salget. Herhjemme forventes lønstigningerne på det private arbejdsmarked at tage af fra 2025, hvor de nuværende overenskomster udløber, da presset på arbejdsmarkedet og inflationen til den tid forventes at være betydeligt lavere end i perioden forud for overenskomstforhandlingerne i foråret 2023.

Inflationspresset fra globale forhold som energi og andre importerede varer og tjenester forudsættes at forblive afdæmpet. Det danner grundlag for en forventning om, at inflationen målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, stiger fra 2,1 pct. i 2024 til 2,6 pct. i 2025, hvorefter den falder til 1,7 pct. i 2026. Forventningen om, at inflationen bliver holdt nede, uden at dansk økonomi skal igennem en lavkonjunktur, bygger på en forudsætning om et tilsvarende scenarie for verdensøkonomien som helhed, som er hovedscenariet i prognoserne fra stort set alle internationale organisationer.

Konjunktursituationen er omtrent ens i Danmark og euroområdet

Løn- og prisstigningerne i dansk økonomi har overordnet set ikke afvejet nævneværdigt fra euroområdet, og de forventes også gennem prognosen at være omtrent ens. Nationalbanken vurderer, at kapacitetspresset i Danmark nu er tæt på en neutral konjunktursituation målt ved forskellen mellem det faktiske og skønnede potentielle niveau for BNP, som er foreneligt med stabile løn- og prisstigninger. Det er omtrent på linje med internationale organisationers vurdering af kapacitetspresset i euroområdet. Den vurdering af kapacitetspres understøttes af, at andre indikatorer som fx kapacitetsudnyttelse eller mangel på arbejdskraft ikke afviger nævneværdigt fra euroområdet. Samtidig er der ikke udsigt til, at kapacitetspresset vil afvige fremover, og væksten i Danmark forventes at være på linje med euroområdet. Nationalbanken vurderer samtidig, at der ikke er en forhøjet risiko for, at konjunktursituationen i Danmark udvikler sig mærkbart forskelligt fra euroområdet.

Pengepolitikken dæmper inflationen, og finanspolitikken er passende afstemt med konjunktursituationen i Danmark og euroområdet

Selvom inflationen samlet set er faldet betydeligt, og inflationsforventningerne er velforankrede, er der stadig et vist inflationspres i store dele af dansk og international økonomi, og derfor er der fortsat behov for, at penge- og finanspolitikken samlet set holder inflationspresset nede. Både herhjemme og i



Samlet set forventes inflationen at stige til lidt over 3 pct. i slutningen af 2024, før den igen falder til omkring 2 pct.

⁴ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

udlandet kommer inflationspresset fra indenlandske forhold som fx løn, der typisk er mere vedvarende end et inflationspres fra fx råvarer og fragtomkostninger. Det kræver derfor typisk en mere vedholdende stram økonomisk politik at nedbringe et indenlandsk inflationspres.⁵

Pengepolitikken i Danmark og euroområdet yder aktuelt et betydeligt bidrag til at dæmpe inflationen, og der er udsigt til, at pengepolitikken fortsat bidrager til at dæmpe inflationen et stykke tid endnu.⁶ Herhjemme er finanspolitikken omtrent neutral for kapacitetspresset fremover, mens finanspolitikken i euroområdet strammes lidt i forhold til de seneste år. Stramningen af finanspolitikken i euroområdet kommer dog efter nogle år, hvor finanspolitikken i Danmark i højere grad end finanspolitikken i euroområdet har bidraget til at dæmpe kapacitetspresset.

Danmarks Nationalbank vurderer, at den planlagte finanspolitik er passende afstemt med de aktuelle udsigter for konjunktursituationen i Danmark og euroområdet med afsæt i vurderingen af kapacitetspresset i forhold til euroområdet.⁷ Finanspolitikken i Danmark bør tilrettelægges med henblik på at tage hånd om eventuelle afvigelser i konjunktursituationen mellem Danmark og euroområdet, da pengepolitikken i euroområdet qua Danmarks fastkurspolitik sikrer en stabil løn- og prisudvikling på mellemlang sigt, når konjunktursituationen er omtrent ens.⁸ Nationalbanken vurderer, at der ikke er nævneværdige forskelle i kapacitetspresset i forhold til euroområdet, og forventer heller ikke, at kapacitetspresset de kommende år vil afvige nævneværdigt fra euroområdet. Derfor vurderer Nationalbanken, at den planlagte finanspolitik er passende afstemt med konjunktursituationen i Danmark og euroområdet.

Regeringen har foreslået at tilføre yderligere midler til det danske forsvar og til den såkaldte Ukraine-fond i sit udspil *Håndtering af styrkelse af dansk forsvar og sikkerhed samt Ukraine-fonden*. Udspillet svækker den offentlige saldo med op til 0,4 pct. af BNP i årene 2024-27. Det er uklart, hvordan udspillet vil påvirke aktiviteten og prispresset, da det afhænger af, hvordan midlerne udmøntes. Finansministeriet forventer dog en vis aktivitetsvirkning. I den nuværende konjunktursituation, hvor der efter en periode med meget høj inflation fortsat er et mærkbart pres på arbejdsmarkedet og et vist inflationspres fra høje lønstigninger, bør finanspolitikken ikke skubbe til efterspørgslen. Hvis udmøntningen øger kapacitetspresset nævneværdigt, bør forsvarsudspillet derfor modgås af tiltag, som dæmper kapacitetspresset andre steder i økonomien.

⁵ Se fx Martin Bodenstein, Christopher J. Erceg og Luca Guerrieri, Optimal monetary policy with distinct core and headline inflation rates, *Journal of Monetary Economics*, nr. 55, 2008.

⁶ Se Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

⁷ Regeringens udspil, *Håndtering af styrkelse af dansk forsvar og sikkerhed samt Ukraine-fonden*, fra 13. marts 2024 er ikke indarbejdet i prognosen.

⁸ Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

Danmarks Nationalbanks anbefalinger til økonomisk politik

Der er behov for, at penge- og finanspolitikken samlet set holder inflationspresset nede. Pengepolitikken yder aktuelt et betydeligt bidrag til at dæmpe inflationen, og der er udsigt til, at pengepolitikken også bidrager til at dæmpe inflationen et stykke tid endnu.

Nationalbanken vurderer, at den planlagte finanspolitik i Danmark er passende afstemt med udsigterne for konjunktursituationen i Danmark og euroområdet.

I den nuværende konjunktursituation bør finanspolitikken ikke skubbe til efterspørgslen. Eventuelle tiltag, der øger kapacitetspresset nævneværdigt, bør modgås af tiltag, som dæmper kapacitetspresset andre steder i økonomien.

03

Høje lønstigninger bidrager til et vist inflationspres de kommende år

Inflationen i dansk og international økonomi er faldet kraftigt det seneste år, men inflationspresset er ikke forsvundet. Inflationen er primært faldet som følge af lavere energipriser, som både påvirker inflationen gennem et direkte bidrag fra forbrugerpriser på energi og et indirekte bidrag fra virksomhedernes produktionsomkostninger på andre varer og tjenester. Der er dog fortsat store prisstigninger på tjenester, som typisk påvirkes mere af lønudviklingen end af prisstigninger på varer.

Lønstigningerne i Danmark er taget til i tråd med overenskomstaftalerne fra foråret 2023 og vil forventeligt være over 5 pct. frem til begyndelsen af 2025, hvor der igen skal forhandles nye overenskomster på det private arbejdsmarked. De høje lønstigninger i Danmark giver også de kommende år et vist indenlandsk inflationspres, da der bredt set ikke er tegn på, at virksomhedernes indtjening på længere sigt kan absorbere højere lønomkostninger.

Inflationen er faldet kraftigt

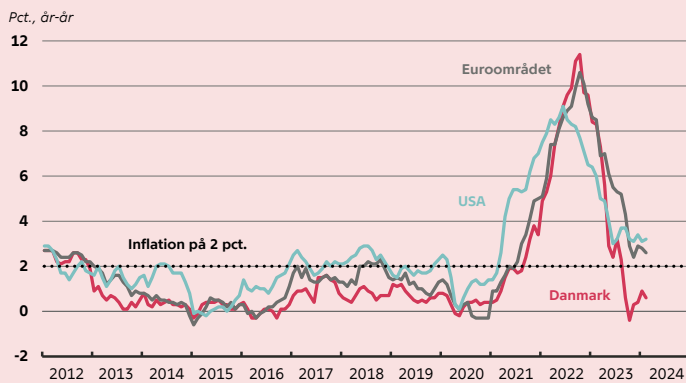
Inflationen i dansk og international økonomi er faldet kraftigt gennem 2023 som følge af et lavere inflationspres fra globale forhold som fx energipriser og fragtrater. Herhjemme er inflationen faldet fra 11,4 pct. i oktober 2022 til 0,6 pct. i februar, og også i euroområdet og USA ses store fald i inflationen, se figur 2. Faldet i inflationen har imidlertid været større i Danmark end i euroområdet og skyldes overvejende, at gennemslaget fra priserne på energi til forbrugerpriser er hurtigere i Danmark.⁹



Inflationen skønnes samlet set at blive 2,2 pct. i 2024

FIGUR 2

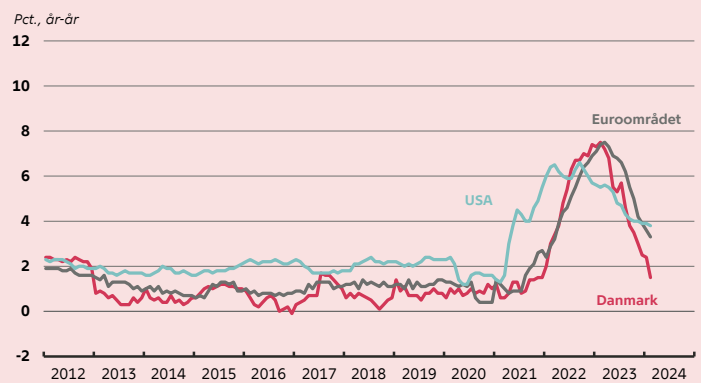
Stort fald i inflation ...



Anm.: HICP-inflation for Danmark og euroområdet, og CPI-inflation for USA.
Seneste observation er februar 2024.
Kilde: Macrobond.

FIGUR 3

... og kerneinflation



Anm.: HICP-kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, for Danmark og euroområdet. For USA vises CPI-kerneinflationen. Seneste observation er februar 2024.
Kilde: Macrobond.

Lavere inflation i Danmark og euroområdet skyldes i stort omfang, at priserne på energi er faldet mærkbart siden efteråret 2022. Dengang var priserne på især el og gas usædvanligt høje på grund af den store usikkerhed om, hvorvidt forsyninger af især gas ville være tilstrækkelige til at dække efterspørgslen hen over vinteren, hvilket gav anledning til stor lageropbygning af gas og øgede efterspørgslen yderligere.¹⁰ Siden da er prisen på energi faldet både som følge af en stigning i udbuddet og et fald i efterspørgslen. De seneste år er forsyningerne af flydende naturgas (LNG) steget mærkbart, hvilket delvist har erstattet forsyninger fra Rusland. På samme tid er efterspørgslen reduceret, da der har været et skift fra gas til andre energiformer både i virksomheder og husholdninger, samtidig med at vækstafdæmpningen i verdensøkonomien også reducerer efterspørgslen efter energi. Blandt andet er tilbagegangen i tysk økonomi særligt mærkbar i energiintensive brancher. Herhjemme bidrog forbrugerpriserne på energi i februar negativt med 0,7 procentpoint til inflationen.

Kerneinflationen dæmpes også af lavere energipriser

Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisstigningerne opgjort ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er ligesom de samlede forbrugerprisstigninger aftaget

⁹ Se kapitel 4, "Inflationen er på vej ned", i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi), nr. 4, marts 2023.

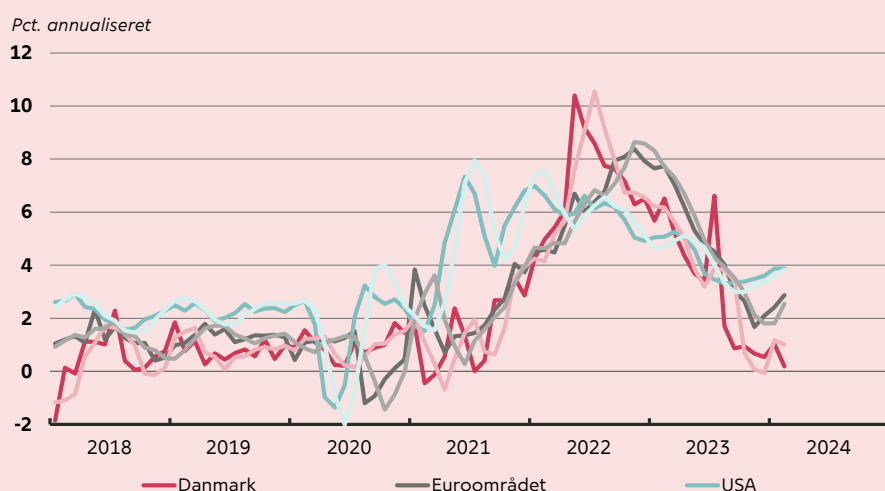
¹⁰ To tredjedele af den rekordstore stigning i gaspriserne kan henføres til lavere udbud og øgede lagre. Se Adolfsen m.fl., Gas price shocks and euro area inflation, ECB working paper series, nr. 2905, februar 2024.

gennem 2023 i det meste af verden, se figur 3. Faldet i kerneinflationen har været særligt udtalt i Danmark, men også i euroområdet og USA er kerneinflationen nu under 4 pct.

Den seneste udvikling i kerneinflationen viser et svagt momentum, som tyder på, at kerneinflationen målt ved årsstigningstakter er på vej yderligere ned. Momentum i kerneinflationen i Danmark er faldet gradvist siden midten af 2022, både opgjort ved den såkaldte øjeblikkelige inflation og sæsonkorrigerede tremåneders vækstrater, se figur 4.¹¹ I euroområdet toppede momentum i kerneinflationen først hen mod slutningen af 2022, men er ligeledes faldet gradvist siden.

FIGUR 4

Momentum i kerneinflationen er faldet kraftigt



Anm.: Mørke kurver angiver øjeblikkelig inflation. Lyse kurver angiver sæsonkorrigerede tremåneders vækstrater. Se også boks 1 i Danmarks Nationalbank, Fortsat højt inflationspres kræver stram økonomisk politik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 13, september 2023, for yderligere om momentum. Seneste observation er februar 2024.

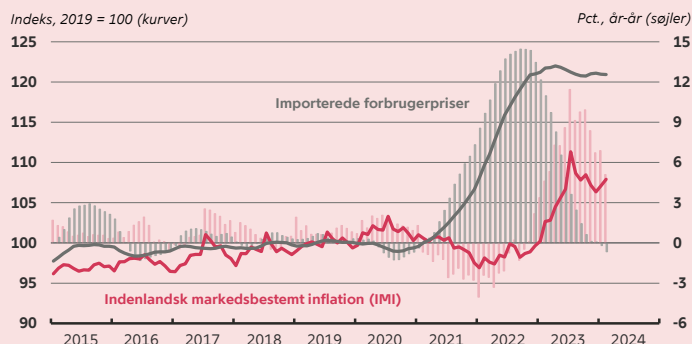
Kilde: Eurostat og egne beregninger.

Kerneinflationen er det seneste år især faldet på grund af et lavere inflationspres fra globale forhold som priser på energi og andre importerede varer og tjenester. Det lavere inflationspres fra globale forhold kommer i Danmark bl.a. til udtryk i Nationalbankens mål for importerede forbrugerpriser (ekskl. energi), som har været omtrent uændrede det seneste år, se figur 5. Samtidig dæmper lavere energipriser kerneinflationen ved at reducere virksomhedernes produktionsomkostninger på andre varer og tjenester, såkaldte indirekte effekter. De indirekte effekter fra energipriser til kerneinflation kan ikke observeres, men flere estimationer viser, at de indirekte effekter er faldet og endda kan være negative aktuelt, se figur 6. De estimerede indirekte effekter tyder på, at kerneinflationen ekskl. denne effekt har været nogenlunde konstant lidt over 4 pct. gennem 2023, og at der dermed stadig er et underliggende inflationspres i økonomien.

¹¹ Se boks 1 i Danmarks Nationalbank, Fortsat højt inflationspres kræver stram økonomisk politik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 13, september 2023.

FIGUR 5

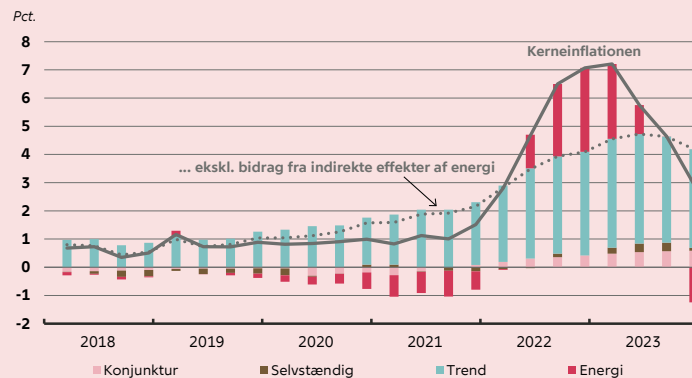
Inflationspresset i Danmark kommer i højere grad fra indenlandske forhold



Anm.: Linjerne angiver indeks. Søjlerne angiver årsvækstrater på højre akse.
Seneste observation er februar 2024.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 6

Indirekte effekter fra energi bidrager negativt til kerneinflationen



Anm.: For en nærmere beskrivelse af modellen, se kapitel 4, "Inflationen er på vej ned", i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

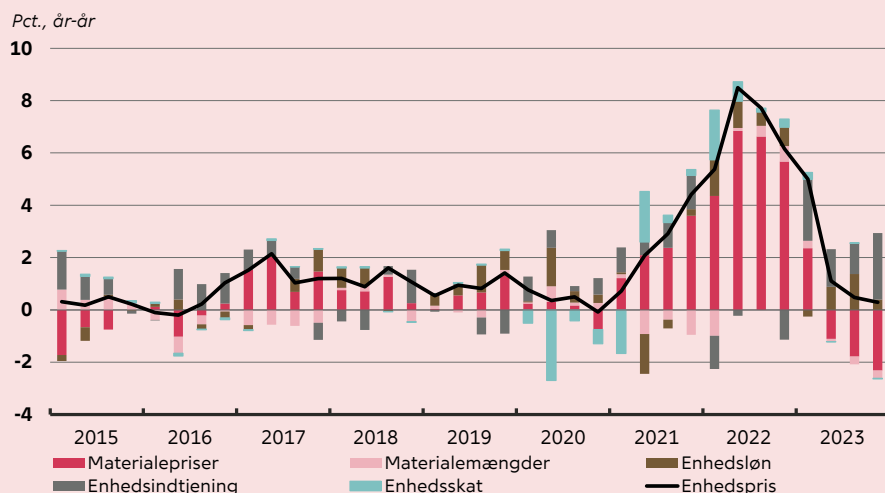
Fortsat et vist inflationspres fra indenlandske forhold

Inflationspresset fra indenlandske forhold i Danmark har i 2023 afløst det inflationspres fra globale forhold, som drev stigningen i 2022, og bidrager til, at der stadig er et vist underliggende inflationspres i økonomien. Inflationspresset fra indenlandske forhold kommer bl.a. til udtryk ved Nationalbankens mål for indenlandsk markedsbestemt inflation, der bl.a. fraregner direkte og indirekte prisstigninger på energi og importerede varer og tjenester, som i februar er opgjort til 5,1 pct., se figur 5. Den indenlandske markedsbestemte inflation er steget kraftigt siden slutningen af 2022, og det skyldes både store lønstigninger og højere indtjening i virksomhederne. Der er imidlertid tegn på, at også den indenlandske markedsbestemte inflation har toppet.

Inflationspresset fra indenlandske forhold kommer især fra høje lønstigninger, og inflationspresset fra lønstigninger er taget til over det seneste år. Det kan bl.a. måles ved bidraget fra enhedslønninger, dvs. lønomkostningerne pr. produceret enhed, til danske virksomheders salgspriser, se figur 7.

FIGUR 7

Virksomhedernes salgspriser steg i 2023 på grund af højere løn og indtjening, mens råvareomkostningerne faldt



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 imputeret og ikke afspejler en markedsdækkende prisdannelse.

Kilde: Dansk Industri, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

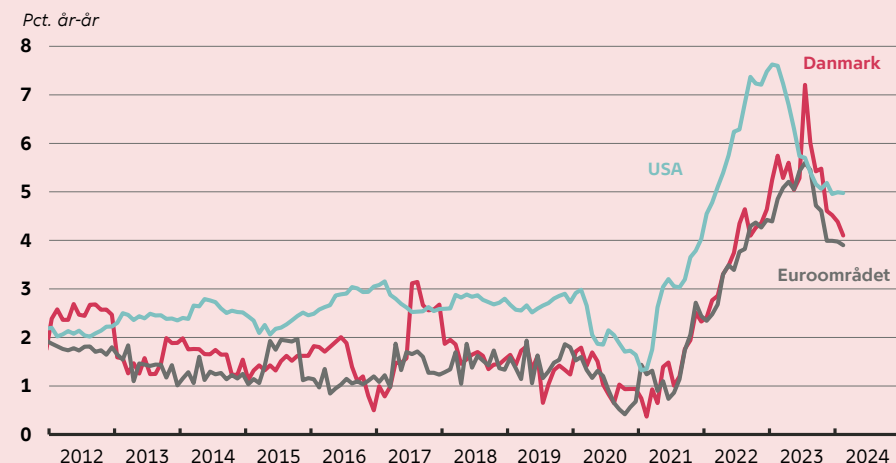
Høje lønstigninger giver især udslag i høje forbrugerprisstigninger på tjenester, da produktionen af tjenesteydelser typisk kræver et større input af arbejdskraft end produktion af varer.¹² I Danmark er prisstigningerne på tjenester fortsat over 4 pct. i februar målt som årsstigningstakt, og i euroområdet og USA er kerneinflationen også drevet af prisstigninger på tjenester på omkring 4 pct., se figur 8. Prisstigningerne på tjenester er dog taget af det seneste år, og det aktuelle momentum (målt ved prisstigningerne over de seneste tre måneder) tyder på, at prisstigningerne på tjenester vil tage lidt yderligere af de kommende måneder. Både i Danmark og euroområdet er prisstigninger på tjenester mere vedvarende end prisstigninger på varer, da lønomkostninger typisk ændrer sig langsommere end priser på øvrige produktionsinput.¹³ Det taler for, at et inflationspres fra særligt lønstigninger, som især kommer til udtryk på tjenester, kan tage længere tid at bringe ned end et inflationspres fra globale forhold som energi og andre råvarer.

¹² Se Rasmus Mose Jensen og Nikolaj Mose Dreisig Hansen, Lønstigninger forlænger periode med høj kerneinflation, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 11, september 2023.

¹³ Se Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023.

FIGUR 8

Prisstigningerne på tjenester er fortsat høje



Anm.: Seneste observation er februar 2024.

Kilde: Macrobond.

Inflationspresset fra indenlandske forhold er over det seneste år også kommet til udtryk gennem stigende indtjening i virksomhederne. Blandt andet begyndte enhedsindtjeningen, dvs. indtjeningen pr. produceret enhed, i 2023 at bidrage positivt til virksomhedernes salgspriser, se figur 7. Stigningen kommer dog på bagkant af, at højere materialeomkostninger, herunder priser på energi, i 2022 reducerede indtjeningen markant. Priserne på materialer faldt derimod i 2023, og det har muliggjort, at virksomhederne har kunnet øge indtjeningen uden at hæve deres salgspriser mærkbart på trods af stigende lønomkostninger.

Højere enhedslønnings- og -indtjening er en del af økonomiens tilpasning på længere sigt efter den store stigning i virksomhedernes materialeomkostninger i 2022.¹⁴ På længere sigt fastsættes virksomhedernes salgspriser som deres marginalomkostninger med tillæg for en avanceprocent, som er bestemt af konkurrencesituationen. Samtidig bestemmes forholdet mellem virksomhedernes indtjening og aflønning af ansatte af, hvor meget kapital og arbejdskraft udgør af virksomhedernes produktionsinput, som typisk er relativt konstant på længere sigt.

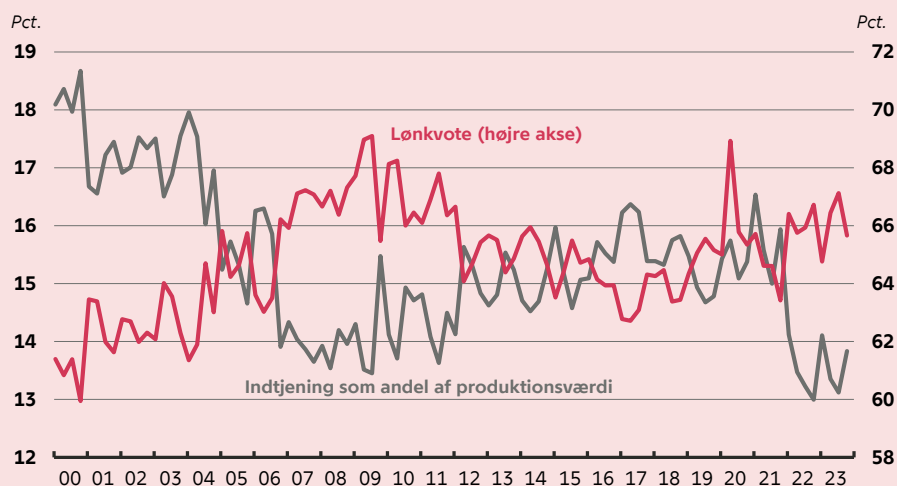
Lønninger og indtjening skal på længere sigt efter alt at dømmes stige yderligere i forhold til virksomhedernes materialeomkostninger for at genoprette forholdet mellem virksomhedernes indtjening samt løn- og materialeomkostninger. Virksomhedernes avanceprocent kan ikke observeres direkte, men indtjeningen i private byerhverv er stadig lav i forhold til produktionsværdien, når man ser bort fra forsynings- og transporterhverv samt produktion i udlandet under dansk ejerskab, se figur 9. Lønknoten i de erhverv er samtidig lidt højere end før pandemien. At indtjeningen er lav, selvom enhedsindtjeningen nu bidrager positivt til virksomhedernes salgspriser, skyldes, at virksomhedernes løn- og materialeomkostninger er steget endnu mere. Lav indtjening og en lønknote lidt over et langsigtet gennemsnit antyder, at virksomhederne i Danmark ikke har meget rum til at absorbere højere løn- og materialeomkostninger i deres

¹⁴ Se Morten Spange og Christoffer Jessen Weissert, Virksomhedernes indtjening og inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, september 2023.

indtjening på den korte bane, og at virksomhederne før eller senere vil øge deres salgspriser i forhold til deres omkostninger for at genoprette deres avanceprocenter. I euroområdet vurderer Den Europæiske Centralbank, ECB, derimod, at høj indtjening i virksomhederne i euroområdet kan absorbere høje lønstigninger de kommende år.¹⁵

FIGUR 9

Virksomhedernes indtjening er lav, når man ser bort fra forsyning og transport samt produktion i udlandet under dansk ejerskab



Anm.: Private byerhverv ekskl. forsyning og transport samt produktion i udlandet under dansk ejerskab.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Udsigt til høje lønstigninger de kommende år

Lønstigningerne i Danmark er taget markant til efter overenskomstforhandlingerne på det private arbejdsmarked i foråret 2023, og de forventes at forblive høje det næste år. I den private sektor er lønstigningerne i 4. kvartal 2023 opgjort til 4,9 pct. målt ved Dansk Arbejdsgiverforenings lønindeks, og er steget markant i forhold til første halvdel af 2023. Lønstigningerne er højest i byggeri, hvilket også var tilfældet gennem forrige overenskomstperiode.

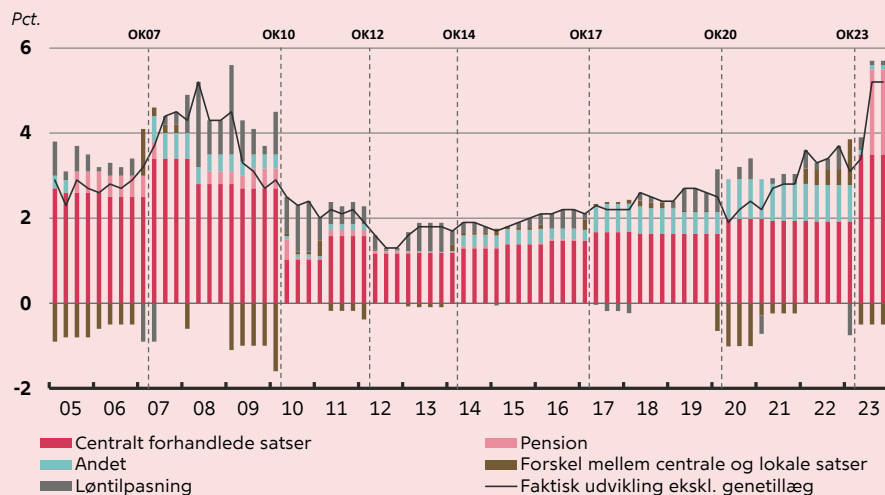
Lønudviklingen følger i store træk det aftalte forløb i overenskomstforhandlingerne i foråret 2023, se figur 10. Lønforhandlingerne lokalt i virksomhederne har ganske vist udmøntet sig i lidt lavere lønstigninger end aftalt centralt for minimumssatserne i industrien.¹⁶ De lokale lønforhandlinger i virksomhederne giver mulighed for at tilpasse lønudviklingen til den økonomiske udvikling inden for en overenskomstperiode, men ikke desto mindre følger den faktiske lønudvikling i Danmark i gennemsnit i høj grad udviklingen i de aftalte lønstigninger. Lønstigningerne på det private arbejdsmarked i Danmark forventes i store træk at følge forløbet i overenskomsterne resten af denne overenskomstperiode, som løber frem til 1. kvartal 2025.

¹⁵ Se ECB, *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*, marts 2024.

¹⁶ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

FIGUR 10

Lønudviklingen følger overordnet de aftalte forløb i overenskomstforhandlingerne



Anm.: Faktisk lønstigning er for fremstillingsindustrien. De centrale satser er et gennemsnit af de aftalte satser på både mindstebetalings- og normallønsområdet (referenceforløbet), dvs. satserne aftalt i Industriens Overenskomst for arbejdere, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og Logistikoverenskomsten. Satserne afspejler et gennemsnit af virksomhedernes omkostninger og skal forstås som en ramme for, hvad virksomhederne kan aftale på lokalt niveau. De lokale satser kan dog både blive højere og lavere end de centrale satser. De lokale satser afspejler de aftalte stigninger for timelønnede på mindstebetalingsområdet. Løntilpasning er beregnet som forskellen mellem den faktiske løn og de lokalt og centralt forhandlede satser inkl. pension og "andet", herunder fritvalgsordning.

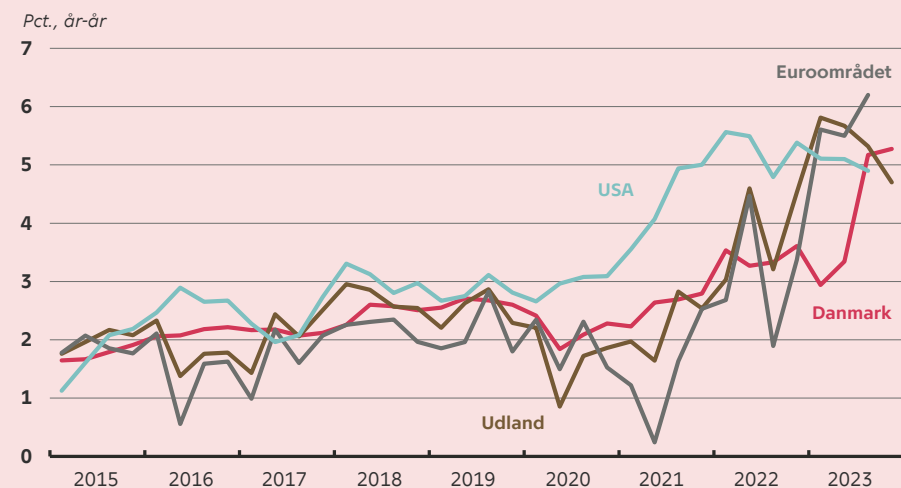
Kilde: Dansk Industri, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

I Danmark er lønstigningerne i industrien fortsat lavere end i udlandet, hvor lønstigningerne tog til noget hurtigere på bagkant af pandemien, se figur 11. Lønstigningerne i USA tog allerede kraftigt til i 2021 som følge af et stort pres på arbejdsmarkedet. I euroområdet tog lønstigningerne til i løbet af 2022, da energipriserne tog fart, og afspejler for nogle lande en automatisk indeksering i forhold til inflationen.¹⁷

¹⁷ Se bl.a. Gerrit Koester og Helen Grapow, The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages, *ECB Economic Bulletin*, issue 7, 2021.

FIGUR 11

Lønstigningerne i Danmark er kommet på niveau med udlandet



Anm.: Udland angiver et indeks for Danmarks 27 største samhandelspartnere sammenvejet med kronekursvægte.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

På det private arbejdsmarked i Danmark forventes lønstigningerne at blive lavere mod slutningen af 2025, hvor der skal forhandles nye overenskomster, se tabel 2. Presset på arbejdsmarkedet forventes at være mærkbart lavere end ved overenskomstforhandlingerne i 2023, når der skal forhandles overenskomster i 2025, og samtidig forventes inflationen at være kommet betydeligt ned. Endelig er der udsigt til, at lønstigningerne i udlandet til den tid også vil være lavere, hvilket især påvirker løndannelsen i mange eksportorienterede erhverv som fx industrien, der typisk er retningsgivende for det private arbejdsmarked som helhed.

Lønstigningerne i Danmark forventes for hele økonomien at blive højere end i både euroområdet og USA (målt ved lønsum pr. beskæftiget) i 2024 og 2025 med udsigt til, at også lønstigningerne i den offentlige sektor tager til i 2024. I den offentlige sektor er der indgået forlig om en overenskomstaftale, som giver lønstigninger på 8,8 pct. for perioden marts 2024 til marts 2026. Lønstigningerne i den offentlige sektor bidrager til at øge lønstigningerne for hele økonomien yderligere de kommende år. Set over årene 2022-26 forventes lønstigningerne at være omtrent ens i Danmark og euroområdet.

TABEL 2

Lønningerne forventes at stige mere i Danmark end i euroområdet i 2024 og 2025

	2023	2024*	2025*	2026*
Lønindeks, industri	4,2	5,6	4,0	3,4
Løn pr. beskæftiget, byerhverv	2,9	6,2	3,9	3,2
Lønindeks, offentlig sektor	2,5	4,9	3,9	2,0
Løn pr. beskæftiget, hele økonomien	2,6	6,1	4,6	2,4
Løn pr. beskæftiget, euroområdet	5,3	4,5	3,6	3,0
Løn pr. beskæftiget, USA	4,6	3,9	3,5	3,5

Anm.: * angiver prognose.

Kilde: Danmarks Statistik, Dansk Arbejdsgiverforening, ECB, Congressional Budget Office og egne beregninger.

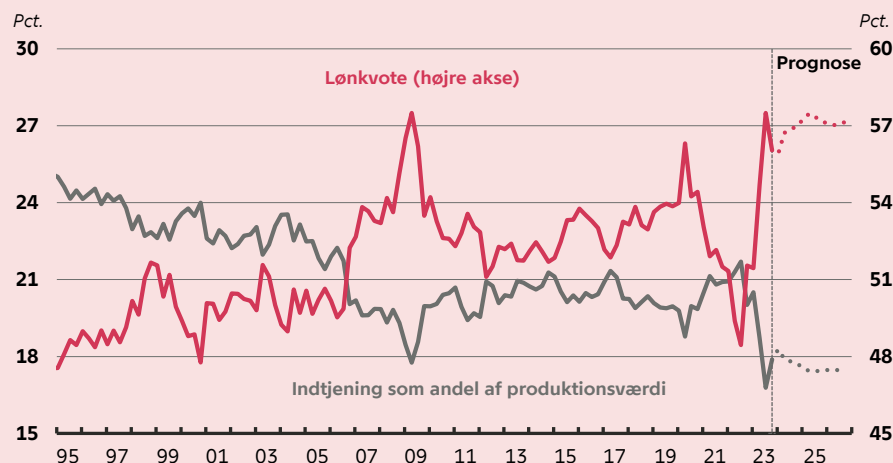
Høje lønstigninger giver et vist indenlandsk inflationspres de kommende år

Inflationen i Danmark forventes de kommende år fortsat at være drevet af et inflationspres fra indenlandske forhold, mens inflationspresset fra globale forhold ser ud til at forblive mere afdæmpet. Det indebærer, at inflationen forventes at blive 2,2 pct. i 2024.

De høje lønstigninger på det danske arbejdsmarked forventes at afspejle sig i højere salgspriser i virksomhederne, som forventes at finde vej til kerneinflationen. Det tager afsæt i en vurdering af, at virksomhederne bredt set ikke har meget rum til at absorbere højere omkostninger i deres indtjening, og efterspørgslen forventes ikke at blive tilstrækkelig svag til, at virksomhederne bliver nødt til at reducere deres avancer for at opretholde salget. Fremover er der ikke udsigt til samme medvind fra lavere materialeomkostninger, herunder omkostninger til energi. Derfor forventer Nationalbanken, at højere lønninger i en vis grad sætter sig i virksomhedernes salgspriser, men at lønkvoten (ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab) forbliver højere end gennemsnittet i årene før pandemien, se figur 12. Inflationspresset fra indenlandske forhold kommer i prognosen til udtryk ved, at Nationalbankens mål for indenlandsk markedsbestemt inflation forventes at være omkring 3,5 pct. indtil 2. halvdel af 2025, før den tager lidt af i 2026.

FIGUR 12

Virksomhedernes indtjening ventes at forblive lav som andel af deres produktionsværdi



Anm.: Privat sektor ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab. Produktionsværdien er i prognosen fremskrevet med antagelser om, at virksomhedernes materialeomkostninger opgjort i mængder følger væksten i real BVT, og at prisindekset på materialeomkostninger følger udviklingen i deflatoren på vareimport.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Inflationspresset fra globale forhold forudsættes omvendt at forblive afdæmpet, omend det bidrag til inflationen forventes at stige, i takt med at det negative bidrag fra energipriser i slutningen af 2023 falder bort. Futurespriser på el, gas og olie, dvs. priserne på kontrakter til fremtidig levering, forbliver i prognoseperioden omkring det aktuelle niveau, og under den forudsætning forventes forbrugerpriserne på energi at være omtrent uændrede gennem prognoseperioden. Indirekte effekter fra energi forventes desuden at bidrage til at dæmpe kerneinflationen i 2024, men ventes ikke at påvirke kerneinflationen nævneværdigt fra 2025 og frem.

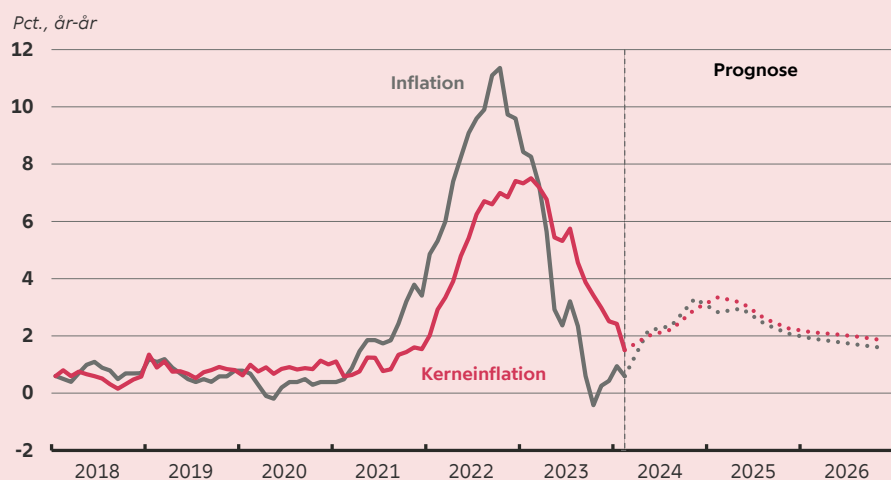
Et afdæmpet inflationspres fra globale forhold kommer derudover også til udtryk ved, at de importerede forbrugerprisstigninger (ekskl. energi) også forventes at være afdæmpede, omend de forventes at stige lidt fra det aktuelle niveau tæt på nul. Den forventning bygger på en forudsætning om en stigning på omkring 2 pct. i den sammenvejede eksportpris i de lande, som Danmark importerer varer og tjenester fra, se bilag.

Samlet set forventes inflationen at stige til omkring 3 pct. i begyndelsen af 2025, før inflationen igen falder til omkring 2 pct., se figur 13. Stigningen frem til begyndelsen af 2025 afspejler, at det negative bidrag fra indirekte effekter af energi til kerneinflationen gradvist falder bort. Fra begyndelsen af 2025 falder inflationen igen, efterhånden som lønstigningerne ikke i samme grad skubber til inflationen. Inflationen skønnes samlet set at blive 2,2 pct. i 2024, 2,6 pct. i 2025 og 1,7 pct. i 2026, og kerneinflationen ventes overordnet at være i samme leje.

Inflationen i Danmark forventes generelt at blive lidt højere, end hvad ECB forventer i euroområdet de kommende år. ECB's prognose fra marts viser en gennemsnitlig inflation på 2,3 pct. i 2024, 2,0 pct. i 2025 og 1,9 pct. i 2026. Forskellen mellem prognosen for euroområdet og Danmark skal hovedsageligt findes i skønnene for kerneinflation, hvor ECB forventer 2,6 pct. i 2024, 2,1 pct. i 2025 og 2,0 pct. i 2026.

FIGUR 13

Inflationen forventes at stige igen det kommende år



Anm.: Seneste faktiske tal er februar 2024.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

04

Beskæftigelsen ventes at tilpasse sig vækst- afdæmpningen, i takt med at reallønnen stiger

Dansk økonomi har de seneste to år været præget af en todeling, hvor størstedelen af økonomien har været gennem en vækstafdæmpning, mens medicinalindustrien har haft stor fremgang. Medicinalindustriens fremgang er i høj grad drevet af produktion i udlandet under dansk ejerskab, som indgår i opgørelsen af dansk BNP. Trods den underliggende vækstafdæmpning er beskæftigelsen gennem perioden steget kraftigt, hvilket bl.a. skal ses i sammenhæng med, at prisen på arbejdskraft er steget langsommere end andre priser i økonomien, og at efterspørgslen har været rettet mod tjenesteerhverv, hvor arbejdskraft udgør en større produktionsfaktor end i vareproducerende erhverv.

Fremover er der udsigt til, at den samlede efterspørgsel i dansk økonomi stiger, og at den underliggende vækst i dansk økonomi bliver lidt stærkere end de seneste to år. Væksten forventes imidlertid først i løbet af 2024 at komme på linje med, hvad der normalt er tilstrækkeligt for at opretholde beskæftigelsen. Beskæftigelsen ventes derudover at tilpasse sig de seneste års vækstafdæmpning, i takt med at høje lønstigninger øger prisen på arbejdskraft i forhold til andre priser i økonomien. Ledigheden forventes at stige, og presset på arbejdsmarkedet tager yderligere af.

Udsigt til fortsat vækstafdæmpning det næste år

Væksten i BNP forventes også det kommende år at være præget af den aktuelle todeling af økonomien med stor fremgang drevet af medicinalindustrien og genåbningen af Tyra-feltet, mens væksten i resten af økonomien forventes at være afdæmpet.

Den underliggende vækst i dansk økonomi forventes gradvist at komme op i tempo i 2024, og den forventes at være på linje med den potentielle vækst de følgende år. Der er allerede fremgang i det private forbrug som følge af fornyet reallønsfremgang, og forbruget forventes at bidrage til vækst i den samlede efterspørgsel gennem resten af prognoseperioden, se kapitel 5. Den samlede efterspørgsel dæmpes på kort sigt af svag eksport i hovedparten af dansk industri, mens de højere renter lægger en dæmper på erhvervsinvesteringerne, se kapitel 6. Eksporten forventes gradvist at bedres, i takt med at væksten på eksportmarkederne også kommer op i tempo. Væksten i den samlede efterspørgsel understøttes dog af stor eksport af medicin og energi samt en forudsætning om kraftig vækst i den offentlige efterspørgsel, se bilag. Den samlede efterspørgsel ventes at stige med 3,9 pct. i 2024. Heraf forventes importen dog at dække en stor del af stigningen i efterspørgslen, bl.a. på grund af stor transithandel med gas og støtte til Ukraine. Væksten i BNP forventes dermed at blive svagere end væksten i den samlede efterspørgsel og stige 2,4 pct. i 2024, se tabel 3 og figur 14.



**Fraregnet
bidragene fra
produktion i udlandet
under dansk ejerskab
og genåbningen af
Tyra-feltet forventes
væksten i Danmark
at blive 0,8 pct. i 2024**

TABEL 3

Svag fremgang i værditilvæksten uden produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbning af Tyra-feltet

	2023	2024*	2025*	2026*
BNP	1,8	2,4	1,4	1,3
BVT ekskl. Produktion i udlandet under dansk ejerskab	-0,1	1,4	0,9	0,9
... og råstofindvinding	-0,2	0,8	0,8	0,9

Anm.: * angiver prognose.

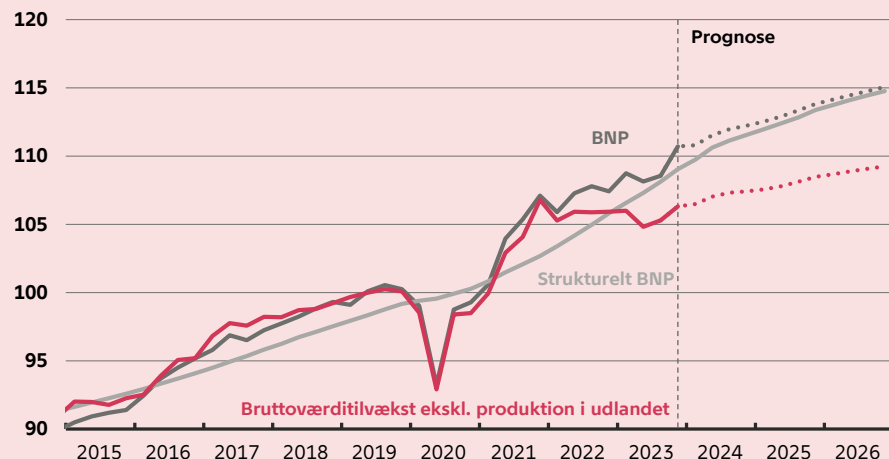
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Medicinalindustrien forventes også fremover at bidrage betydeligt til væksten i BNP. Denne forventning tager afsæt i aktieanalytikerens forventninger til omsætningen i de største danske medicinalvirksomheder og en antagelse om, at medicinalindustriens fremgang bliver ligeligt fordelt mellem fabrikker i Danmark og produktion i udlandet under dansk ejerskab. De antagelser indebærer, at produktion i udlandet under dansk ejerskab også de kommende år forventes at bidrage relativt kraftigt med 1,1, 0,5 og 0,4 procentpoint til væksten i BNP i 2024, 2025 og 2026. Dertil forventes også et stort bidrag til væksten fra genåbningen af Tyra-feltet, som forudsættes at løfte BNP-væksten med 0,5 procentpoint. Fraregnet bidragene fra produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyra-feltet forventes væksten i Danmark at blive 0,8 pct. I 2024, hvilket er omtrent på linje med OECD's forventning til euroområdet.

FIGUR 14

Dansk økonomi forventes at være i en omtrent neutral konjunktursituation resten af prognosen

Indeks, 2019 = 100



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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.



Beskæftigelsen forventes at falde med knap 20.000 personer fra 2024 til 2026

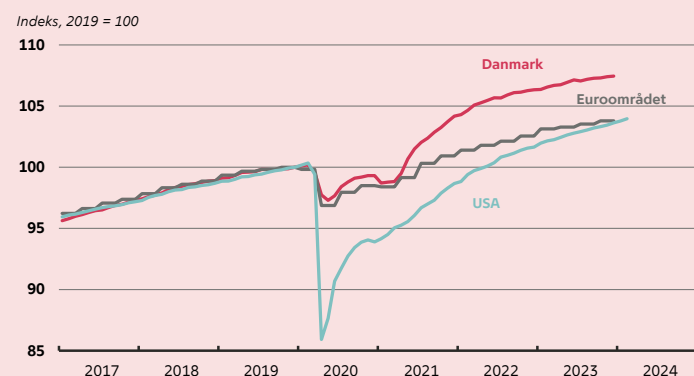
Beskæftigelsen er steget fortsat på trods af vækstafdæmpningen

Beskæftigelsen i Danmark stiger stadig, på trods af at fremgangen i værdiskabelsen de seneste to år overordnet set har været svagere, end hvad der normalt er nødvendigt for at fastholde beskæftigelsen. Fremgangen i beskæftigelsen var særligt stærk i kølvandet på genåbningen efter pandemien, men er gradvist taget af i styrke.

Det er ikke et særligt dansk fænomen, at fremgangen i beskæftigelsen i forhold til BNP de seneste to år har været kraftigere end tidligere. Det samme gør sig gældende i euroområdet og USA, men fremgangen i beskæftigelsen i Danmark har været kraftigere end i euroområdet og USA siden 2019, se figur 15. I euroområdet og USA stiger beskæftigelsen også stadig, omend mindre kraftigt end umiddelbart efter genåbningen, og arbejdsmarkedet er i begge områder præget af lav ledighed. Aktuelt er ledigheden i euroområdet fx den laveste siden 2000.

FIGUR 15

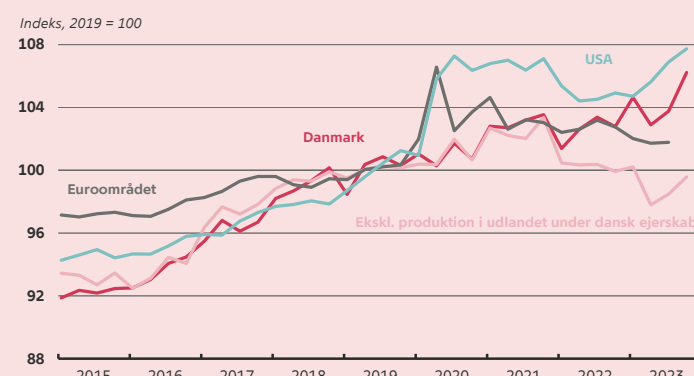
Beskæftigelse i Danmark, euroområdet og USA



Anm.: Seneste observation er december 2023 for Danmark, februar 2024 for USA og 4. kvartal 2023 for euroområdet.
Kilde: Macrobond.

FIGUR 16

Produktiviteten i den private sektor har været svag i Danmark i forhold til euroområdet og USA



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2023.
Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat, Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

Herhjemme er beskæftigelsen siden slutningen af 2021 steget med 3,2 pct., og i samme periode er værditilvæksten faldet med 0,4 pct., når man fraregner selve produktion i udlandet under dansk ejerskab, hvor medarbejderne på fabrikkerne i udlandet ikke tæller med i dansk beskæftigelse. Det er ikke usædvanligt, at beskæftigelsen falder med en forsinkelse, når værditilvæksten stiger mindre end den potentielle produktivitetsvækst.¹⁸ Det gennemslag har aktuelt ladet vente på sig længere end normalt, men vækstafdæmpningen har dog været relativt behersket uden et større fald i aktiviteten. Udviklingen indebærer, at værditilvæksten pr. præsterede timer er faldet med 3,7 pct. i den private sektor siden slutningen af 2021, se figur 16. Det er noget mere end i euroområdet og USA, selvom produktivitetsudviklingen også her har været svag de seneste to år.¹⁹

Den store fremgang i beskæftigelsen i Danmark er understøttet af, at prisen på arbejdskraft er steget langsommere end andre priser i økonomien siden slutningen af 2020.²⁰ Det gælder både i forhold til virksomhedernes afsætningspriser og andre produktionsfaktorer som materialer, maskiner og bygninger. Lavere priser på arbejdskraft kan forstærke nogle af de kanaler, som ofte giver en svag udvikling i BNP pr. beskæftiget på toppen af en højkonjunktur: Det er mindre omkostningsfuldt at hamstre arbejdskraft, flere lavproduktive stillinger er rentable at oprette, og det er mere fordelagtigt at substituere fra andet produktionsinput til arbejdskraft i det omfang, det er muligt. Endelig er der også tegn på, at skift i forbruget i retning af lavproduktive tjenesteydelser, som følge af de store prisstigninger på varer, har bidraget til at gøre opsvinget mere jobintensivt end tidligere.

¹⁸ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

¹⁹ Der er ikke tilsvarende taget højde for produktion i udlandet under indenlandsk ejerskab i euroområdet. I USA indgår produktion i udlandet under indenlandsk ejerskab ikke i BNP.

²⁰ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

Fremgangen i beskæftigelsen herhjemme er siden slutningen af 2019 hovedsageligt sket ved en betydelig udvidelse af arbejdsstyrken. Forøgelsen af arbejdsstyrken er et led i en generel tendens de seneste 10 år med stor tilgang til beskæftigelse af udenlandske statsborgere og senere tilbagetrækning til efterløn og pension. En del af stigningen i arbejdskraft kan være af midlertidig karakter, da lave stigninger i overførselsindkomster kan have øget tilskyndelsen for personer uden for arbejdsmarkedet til at finde beskæftigelse.²¹ Ledigheden er faldet med 20.000 personer siden slutningen af 2019, men er siden midten af 2022 steget svagt.

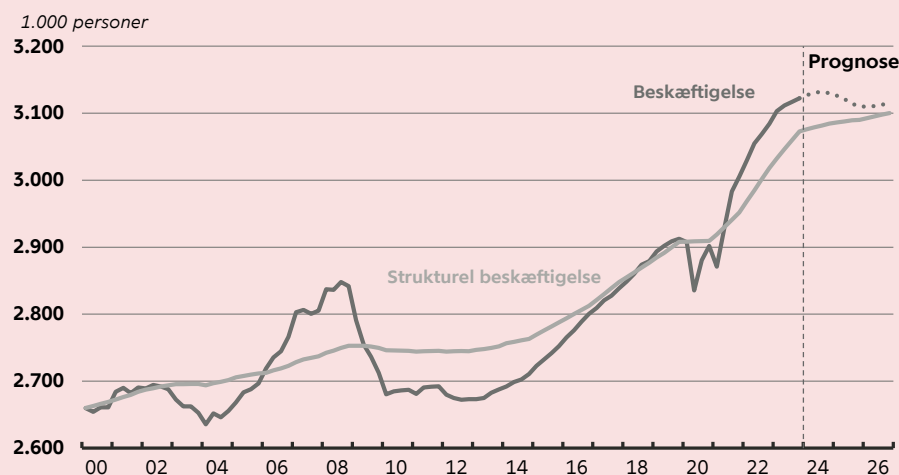
Mange indikatorer tyder på, at fremgangen i beskæftigelsen er på vej yderligere ned i tempo. Antallet af ledige stillingsopslag er nu på niveau med årene før pandemien, virksomhedernes rapporterede mangel på arbejdskraft er faldet, og virksomhederne forventer at reducere deres beskæftigelse. Fremgangen i beskæftigelsen forventes derfor at blive vendt til svag tilbagegang i løbet af 2024. Den forventning forstærkes desuden af, at høje lønstigninger igen gør arbejdskraft dyrere sammenlignet med andre produktionsfaktorer.

Lavere beskæftigelse, i takt med at prisen på arbejdskraft stiger

Beskæftigelsen forventes at falde med knap 20.000 personer fra 2024 til 2026, se figur 17. Det skyldes først og fremmest, at væksten ikke er stærk nok til at understøtte fremgang i beskæftigelsen. I det omfang, at lavere pris på arbejdskraft i forhold til andre priser i økonomien har bidraget til fremgang i beskæftigelsen, forventes høje lønstigninger derimod at dæmpe beskæftigelsen fremover. Efterhånden som prisen på arbejdskraft stiger, bliver det igen mindre

FIGUR 17

Fremgangen i beskæftigelsen er delvist imødekommet af en forøgelse af strukturel beskæftigelse



Anm.: *Beskæftigelse* er eksklusive aktiverede dagpengemodtagere. *Strukturel beskæftigelse* er det skønnede potentielle niveau, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på mellemlang sigt.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

²¹ Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

rentabelt at fastholde personer med svag tilknytning til arbejdsmarkedet i beskæftigelse eller at hamstre arbejdskraft, hvilket under alle omstændigheder forventes at være forbigående, ligesom det bliver mindre fordelagtigt at substituere fra andre produktionsinput til arbejdskraft. Svækkelsen af beskæftigelsen de næste år indebærer, at ledigheden forventes at stige med lidt under 10.000 personer frem mod midten af 2025.

Mod slutningen af prognosen forventes faldet i beskæftigelsen at bøje af, efterhånden som beskæftigelsen er tilpasset den vækstafdæmpning, som har fundet sted, og prisen på arbejdskraft i forhold til andre produktionsfaktorer vender tilbage til samme trend som før pandemien. Den forventede fremgang i den strukturelle arbejdsstyrke er imidlertid svagere, end hvad der har været tilfældet siden 2015, bl.a. fordi efterløns- og pensionsalderen ikke øges de næste år.

Dansk økonomi forventes at være i en neutral konjunktursituation de kommende år

Kapacitetspresset i dansk økonomi vurderes at være taget kraftigt af de seneste år, og Nationalbanken vurderer, at dansk økonomi er tæt på at være i en neutral konjunktursituation, se figur 14. Målt ved det skønnede produktionsgab er kapacitetspresset aftaget fra over 3 til under 1 pct. af BNP, og det forventes at være under 1 pct. gennem resten af prognosen. De seneste års høje vækst i BNP er modsvaret af en endnu større fremgang i det skønnede potentielle produktionsniveau, som er øget med i omegnen af 4 pct. af produktion i udlandet under dansk ejerskab fra 2020 til 2023. Produktion i udlandet under dansk ejerskab bidrager sammen med genåbningen af Tyra-feltet også i 2024 til høj vækst i potentiel produktion. Den høje vækst i potentiel produktion medvirker til, at forskellen mellem BNP og det potentielle produktionsniveau lukkes i løbet af 2024 på trods af relativt høj vækst i BNP.

Det jobintensive opsving indebærer imidlertid, at der fortsat er et mærkbart pres på arbejdsmarkedet. Siden 2019 er beskæftigelsen vokset mere end den strukturelle beskæftigelse, og beskæftigelsen vurderes aktuelt at være ca. 50.000 personer højere end det skønnede strukturelle niveau, se figur 17. At økonomien samlet set vurderes at være tæt på en neutral konjunktursituation, samtidig med at beskæftigelsen vurderes at være noget højere end det skønnede strukturelle niveau, skyldes, at produktiviteten vurderes at være lavere end det skønnede potentielle produktivitetsniveau.

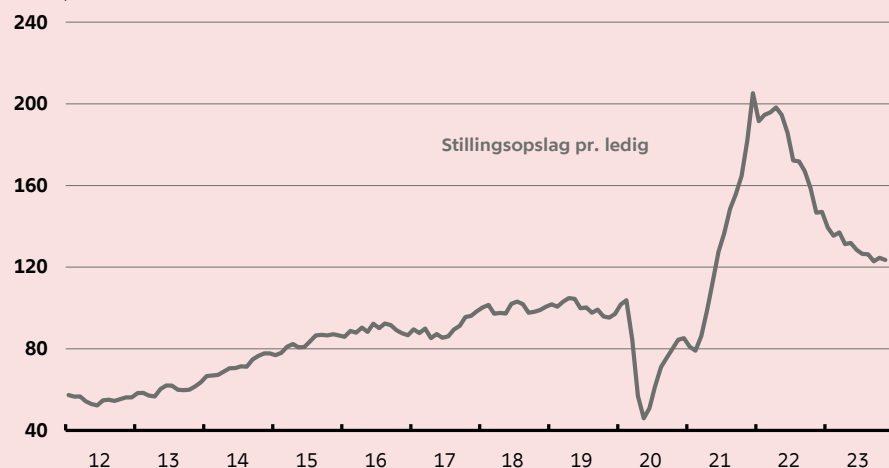
Andre indikatorer tegner imidlertid et billede af, at presset på arbejdsmarkedet ikke er steget helt så meget i forhold til årene før pandemien. Antallet af stillingsopslag pr. ledig er kun en smule højere end før pandemien, når man korrigerer for virksomhedernes øgede brug af annoncering på internettet, se figur 18. Det samme gælder ansættelses- og jobskifteraten, beskæftigelsesfrekvensen blandt 25-54-årige og virksomhedernes vanskeligheder med rekrutteringer og deres rapporterede mangel på arbejdskraft. De indikatorer tegner samlet set et billede af, at presset på arbejdsmarkedet kun er en smule højere end før pandemien, og at presset er aftaget betydeligt siden midten af 2022.

FIGUR 18

Antallet af stillingsopslag er aftaget over de seneste to år

Udviklingen i antallet af stillingsopslag pr. ledig

Indeks, 2019 = 100



Anm.: Figuren viser et kædeindeks for antallet af stillingsopslag i forhold til udviklingen i antallet af ledige. Indekset for antallet af stillingsopslag er kædet på virksomhedsniveau, således at væksten i opslag fra måned til måned baserer sig på den samme gruppe af virksomheder i begge måneder.

Kilde: Jobindex, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Fremover ventes presset på arbejdsmarkedet at tage af, i takt med at beskæftigelsen falder de kommende år. Faldet i beskæftigelsen indebærer, at ledigheden ved udgangen af prognosen forventes at være tæt på den skønnede strukturelle ledighed på omkring 100.000 personer.

Udsigt til lidt lavere overskud på de offentlige finanser, efterhånden som beskæftigelsen svækkes

Der har været store overskud på den offentlige saldo som følge af den store fremgang på det danske arbejdsmarked, men de kommende år forventes overskuddet at blive lidt lavere. Overskuddet i 2023 forventes at blive 4,6 pct. af BNP. Det er en stigning i forhold til 2022, som bl.a. afspejler en stigning i indtægterne fra pensionsafkastskatten. Danmark har siden 2020 hvert år haft det største overskud på de offentlige finanser i EU.

De kommende år forventes overskuddene på den offentlige saldo at falde gradvist til lidt over 2 pct. af BNP. Det skyldes bl.a., at lavere beskæftigelse svækker indtægter fra personskatter, indtægterne fra pensionsafkastskatten forudsættes at blive lavere, mens højere offentlige lønstigninger og indekseringen af overførselsindkomster øger de offentlige udgifter. Samtidig forudsættes det offentlige forbrug med afsæt i den planlagte finanspolitik at stige relativt kraftigt, bl.a. som følge af store donationer til Ukraine, se bilag. Overskuddene forventes dog gennem prognosen at være højere end den strukturelle saldo, hvilket afspejler et positivt bidrag fra konjunktursituationen.

Finansministeriet forventer, at overskuddet på den strukturelle saldo gradvist falder fra 0,5 pct. i 2023 til 0,1 pct. i 2026, bl.a. som følge af de store donationer til Ukraine. Donationerne til Ukraine vurderes at have en relativt lille aktivitetseffekt, og Finansministeriet skønner, at finanspolitikken

aktivitetsvirkning er omtrent neutral for kapacitetspresset på trods af svækkelsen af den strukturelle saldo. Finanspolitikken i Danmark bidrager ikke til at dæmpe kapacitetspresset yderligere i modsætning til euroområdet, men det kommer efter nogle år, hvor finanspolitikken i Danmark i højere grad har bidraget til at dæmpe kapacitetspresset end finanspolitikken i euroområdet, se kapitel 6 og nærmere beskrivelse i boks 2.

05

Udsigt til fremgang i husholdningernes økonomi

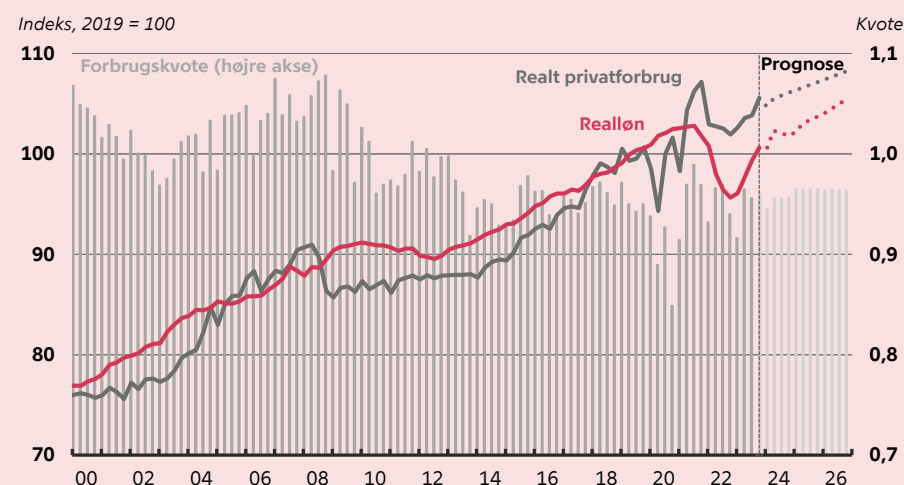
Danske husholdninger oplever igen fremgang efter nogle år med fald i købekraft. Stigende realløn giver grobund for fortsat stigende privatforbrug og boligpriser. De seneste års rentestigninger trækker stadig ned i væksten, men markedsforventninger peger i retning af, at de nominelle renter har toppet.

Privatforbruget stiger i takt med øget realløn

Husholdningernes forbrug steg i løbet af 2023. Forbruget er steget, som følge af at reallønsfremgang og øget beskæftigelse har øget husholdningernes indkomst. Forbrugskvoten, der viser forholdet mellem forbruget og den disponible indkomst, er også steget fra et lavt udgangspunkt i begyndelsen af 2023 og ligger nu på linje med årene inden pandemien, se figur 19.

FIGUR 19

Privatforbruget forventes at stige sammen med reallønnen



Anm.: Forbrugskvoten er beregnet som privatforbruget som procent af disponibel indkomst. Seneste observation for forbrug og løn er 4. kvartal 2023, mens det er 3. kvartal 2023 for forbrugskvoten.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

I en international sammenhæng er det danske privatforbrug steget i lavere tempo end i både euroområdet og USA siden slutningen af 2021. Det skyldes i høj grad et fald i forbruget igennem 2022 i Danmark, mens udviklingen i løbet af 2023 har været højere end både i euroområdet og USA. I USA er privatforbruget steget kraftigt de seneste år som følge af markante stigninger i reallønnen og nedsparring af de formuer, som amerikanerne opbyggede under pandemien.

De stigende renter trækker forbruget ned gennem både *den intertemporale substitutionskanal* og *nettorentebetalingskanalen*.²² *Den intertemporale substitutionskanal* virker, ved at de højere renter tilskynder til opsparing og derved gør det mindre attraktivt at forbruge i dag frem for på et senere tidspunkt. *Nettorentebetalingskanalen* virker, i takt med at rentestigningerne faktisk påvirker husholdningernes budgetter, således at deres løbende nettorenteudgifter typisk stiger. Det sker fx, ved at variabelt forrentede boliglån får ny rente. Beregninger på rentebetalinger på tværs af Danmark peger på, at højere renteudgifter gennem netop nettorentebetalingskanalen kan have holdt forbruget nede med 9 mia. kr. i 2023, svarende til knap 1 pct. af det samlede

²² For en uddybning af rentegennemslag og dets kanaler, se boks 1 i Andersen, Jørgensen, Kuchler, Larsen, Læssøe, Otte, Spange og Weissert, Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

privatforbrug.²³ Den stramme pengepolitik vurderes isoleret set fortsat at have en afdæmpende effekt på væksten lidt endnu.²⁴

Fremgang i indkomsten forventes de kommende år at føre til yderligere stigninger i privatforbruget. Det er stigende lønninger, der hovedsageligt driver udviklingen, mens fald i beskæftigelsen trækker lidt ned. Indkomsten påvirkes også af tilbagebetaling af for meget betalt boligskat, som vil trække forbruget op i 2024.²⁵ Fra 2025 vil den kommende skattereform også bidrage til at øge forbrugsmulighederne. Foruden indkomstfremgang ventes fremgang på boligmarkedet at bidrage positivt til forbruget. Samtidig er der stadig en ekstra opsparing fra perioden med nedlukninger under pandemien, som kan omsættes til forbrug, selvom effekten på forbruget vurderes at være begrænset, se boks 1. Med afsæt i stigende formuer, herunder fra boligpriser, og generelt velpolstrede danske husholdninger ventes privatforbruget at stige på linje med den reale disponible indkomst trods fald i beskæftigelsen. Forbrugskvoten er derfor nogenlunde uændret i prognoseperioden, se figur 19.

BOKS 1

Begrænset effekt af meropsparingen på forbruget i de kommende år

Danske husholdninger sparede under pandemien mere op end normalt (her målt i forhold til den gennemsnitlige opsparingskvote i perioden fra 2016 til og med 2019) på grund af lavt forbrug, forholdsvis høje indkomststigninger og engangsudbetalinger under pandemien som fx indefrosne feriemidler. Denne løbende meropsparing voksede yderligere i slutningen af 2022 og igennem 2023 i en periode, hvor husholdningernes købekraft samtidig faldt, og deres leveomkostninger steg, hvilket ellers ville tilsige lavere opsparing. Akkumuleret udgør meropsparingen i perioden 1. kvartal 2020 – 3. kvartal 2023 omkring 7 pct. af den (årlige) disponible indkomst, se figur A. Denne meropsparing understøtter fremgang i husholdningernes forbrug de kommende år.

Også vigtigt at se opsparingen fra formuesiden

I forhold til husholdningernes forbrugsmuligheder er det dog også vigtigt at se på, hvilken type aktiver meropsparingen placeres i, da værdireguleringer påvirker værdien af meropsparingen. Ud over den løbende opsparing har værdireguleringer således medvirket til store formuebevægelser over de seneste år, se figur B. Eksempelvis betød aktiekursstigningerne i 2020 og 2021, at husholdningernes formue voksede. Efterfølgende er den dog faldet noget igen. Værdistigningerne under pandemien betyder, at meropsparingen i danske husholdninger fortsat er væsentligt større, hvis den vurderes ud fra formuesiden (fx ved at sammenligne den aktuelle formuekvote med dens historiske gennemsnit) frem for ud fra den akkumulerede løbende opsparing som i figur A. Uanset hvordan man præcist opgør merformuen, har danske husholdninger samlet set fortsat en væsentlig højere likvid formue end før pandemien, hvilket tyder på, at de er godt rustede til at klare en periode med stigende leveomkostninger, uden at de er nødt til at nedsætte forbruget drastisk. Det gælder, selvom en del af den ekstra formue på kort sigt kan være mindre likvid, fx nogle dele af aktieformuen (og pensionsformuen, som ikke indgår i den likvide formue, der betragtes her), og derfor ikke omgående kan omsættes til forbrug.

Fortsættes ...

²³ Se afsnittet "Forbrugseffekt af stigende rentebetalinger bekræftes af en økonometrisk model" i Andersen, Jørgensen, Kuchler, Larsen, Læssøe, Otte, Spange og Weissert, Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

²⁴ Se afsnittet "Stram pengepolitik har isoleret set en afdæmpende effekt på væksten i 2024" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

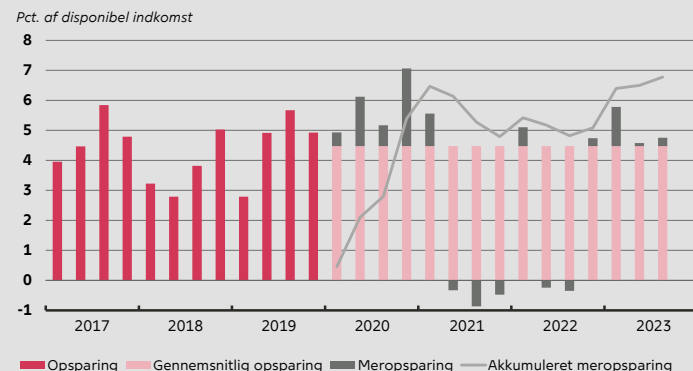
²⁵ I slutningen af 2023 var der blevet tilbagebetalt ca. 3 mia. kr. i for meget betalte ejendomsskatter. Skatteministeriet forventede i begyndelsen af 2023 en samlet tilbagebetaling på 13,5 mia. kr. Tilbagebetalingen af ca. 4 mia. kr. er udskudt fra 2023 til 2024, se Økonoministeriet, *Økonomisk Redegørelse*, december 2023.

... fortsat

FIGUR A

Den akkumulerede meropsparing er tiltaget gennem 2023

Løbende og akkumuleret opsparing i danske husholdninger



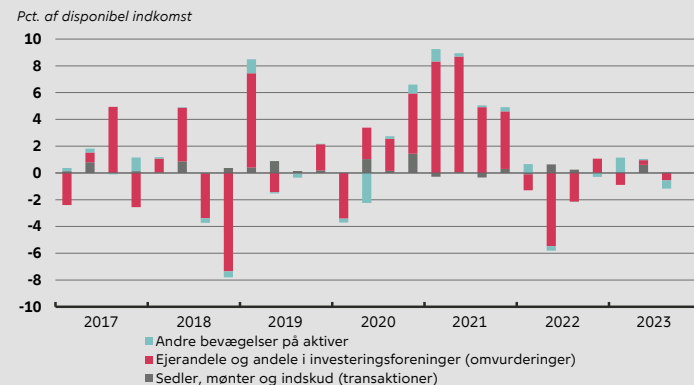
Anm.: Gennemsnitlig opsparring er middelværdien af den løbende opsparring i perioden 1. kv. 2016 – 4. kv. 2019.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR B

Værdiændringer af ejerandele har givet store udsving i husholdningernes likvide formue

Bevægelser i danske husholdningers beholdning af likvide aktiver



Anm.: Likvid formue består af sedler, mønter og indskud i pengeinstitutter, ejerandele og andele i investeringsforeninger samt gældsbeviser.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Højindkomstgrupper tegner sig for en stor del af meropsparingen

Hvis man skal skønne over virkningen af meropsparingen på det samlede forbrug i husholdningerne, har fordelingen af formuestigningen stor betydning. Formuestigningen i 2020 og 2021 skete især blandt de grupper, som har den højeste indkomst, se figur C. De 30 pct. af befolkningen, som havde den højeste indkomst, kunne notere sig en stigning i likvide aktiver på 21 pct. fra ultimo 2019 til ultimo 2022, som er den seneste periode, hvor registerdata er tilgængeligt. Det tilsvarende tal for den resterende del af befolkningen var 8 pct. Forskellen skyldes både, at de højere indkomstgrupper sparede en større andel af deres indkomst op under pandemien end dem med lavere indkomst, og at de i højere grad besidder ejerandele, der netop steg betydeligt i værdi i løbet af især 2020 og 2021. Højindkomstgrupperne tegner sig dog også samtidig for størstedelen af værdifaldet i 2022.

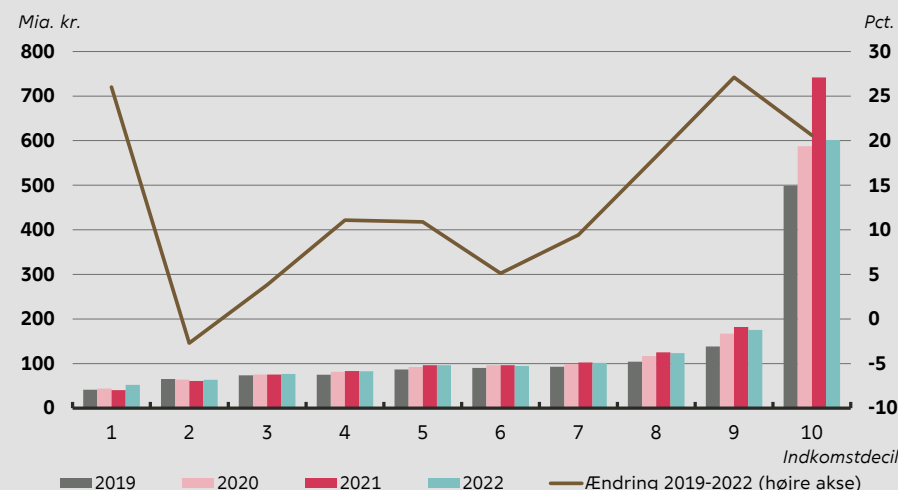
Da højindkomstgrupper generelt har en lavere marginal forbrugstilbøjelighed end øvrige indkomstgrupper, har udviklingen formentlig bidraget til, at forbrugsreaktionen indtil videre har været begrænset.¹ Fordelingen af merformuen og det forhold, at værdien af aktiebeholdninger er faldet betydeligt siden toppen i 2021, forventes at bidrage til, at effekten af meropsparingen på forbruget i de kommende år ligeså bliver begrænset.

Fortsættes ...

... fortsat

FIGUR C

Merformuen ligger især blandt de højere indkomstgrupper



Anm.: Figuren viser likvide aktiver (bankindsud, pantebreve, obligationer samt aktier og investeringsforeningsbeviser i depot) fordelt på deciler for personlig indkomst. Figuren omfatter alle personer i alderen 18-80 år, som er bosat i Danmark og har en indkomst på mindst 25.000 kr. i det pågældende år.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata fra Danmarks Statistik.

¹ Det underbygges af, at et billede svarende til figur C ses, når man inddeler husholdningerne efter, hvor mange likvide aktiver de har, set i forhold til deres indkomst. Husholdningerne med størst likviditet tegner sig for størstedelen af stigningerne i likvid formue. En lang række mikroøkonomiske studier har vist, at husholdninger med høj likviditet har en lavere marginal forbrugstilbøjelighed.

Udsigt til afdæmpede boligprisstigninger

Boligmarkedet er kommet stærkt igen på bagkant af høj inflation og rentestigninger. I 3. kvartal 2023 var priserne på enfamiliehuse på landsplan steget 4,1 pct., sammenlignet med da priserne bundede i 4. kvartal 2022. Dermed ligger de nominelle priser blot 2,2 pct. lavere, end før de begyndte at falde i begyndelsen af 2022, se figur 20. Boligpristal fra Boligsiden peger på en yderligere stigning i 4. kvartal 2023 og en flad udvikling i begyndelsen af 2024. Prisudviklingen er sket, i takt med at salget af enfamiliehuse er steget omkring 40 pct., siden det bundede i efteråret 2022. Udbuddet af huse til salg og salgstiden er steget beskedent i løbet af 2023 og ligger nu også tæt på niveauet før pandemien.

Prisstigningerne er sket, på trods af at renterne fortsat er betydeligt højere, end de har været de seneste år, omend udviklingen de seneste måneder har budt på fald i de længere realkreditrenter.²⁶ De markante danske boligprisstigninger over de seneste kvartaler koblet med de højere renter har gjort, at den såkaldte boligbyrde er steget, altså at danske boligkøbere overordnet bruger en større andel af deres indkomst på at købe bolig sammenlignet med de seneste år, se figur 20.

²⁶ Se afsnittet "Lavere markedsrenter på virksomheds- og realkreditobligationer" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

Det er ikke et dansk fænomen, at boligpriserne stiger trods de højere renter, omend boligpriserne i Danmark er steget hurtigere end i de andre nordiske lande igennem 2023, se figur 21. I de fleste lande er prisfaldene siden midten af 2022 erstattet af en flad udvikling eller små stigninger. I samme periode er boliginvesteringer faldet i stort set alle avancerede økonomier.

I Danmark har der også været fremgang på markedet for ejerlejligheder. I 3. kvartal 2023 var priserne steget 4,2 pct., siden priserne ramte bunden i begyndelsen af året, og priserne lå blot 2,1 pct. under niveauet fra toppen i 2022. På samme måde som for enfamiliehuse er prisudviklingen sket i takt med en øget handelsaktivitet, mens udbuddet af ejerlejligheder overordnet set er uændret over det seneste år. Priserne på ejerlejligheder i København er steget mest, og pristal fra Boligsiden peger på en stigning på knap 10 pct. gennem 2023.

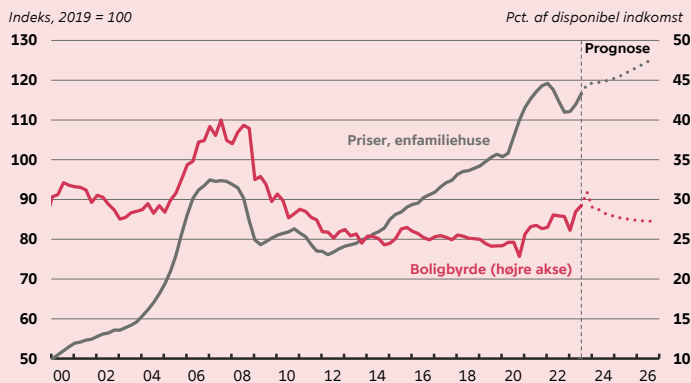
De betydelige prisstigninger kan være en konsekvens af, at boligkøbere ønskede at købe, før det nye boligskaftesystem trådte i kraft 1. januar 2024, for at få en permanent nominel skatterabat. Især prisstigningerne i løbet af 2023 på ejerlejlighederne er bemærkelsesværdige, i betragtning af at ændringen i boligskaften overordnet set bør resultere i et prisfald på ejerlejligheder som følge af en højere skattebetaling. Omvendt giver det nye skattesystem et løft til priserne på enfamiliehuse. Pristal fra januar peger på betydelige prisfald på ejerlejligheder i især København By. Det nye skattesystem er ikke fuldt på plads, da der fortsat mangler vurderinger for en række boliger, men det er positivt og vigtigt, at der igen skabes en sammenhæng mellem boligpriser og skatter. Det er med til at dæmpe fremtidig boligprisudsving til gavn for dansk økonomi.



For 2024 som helhed forventes priserne på enfamiliehuse at stige med 3,7 pct., mens de i 2025 og 2026 stiger med henholdsvis 1,6 pct. og 2,4 pct.

FIGUR 20

Boligpriserne forventes at stige langsommere end indkomsten

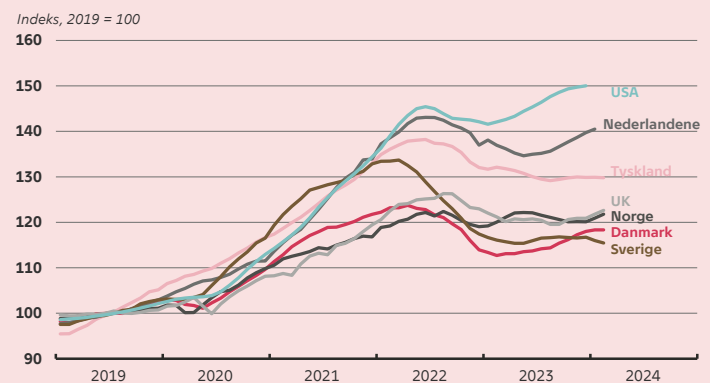


Anm.: Nominelle boligpriser på enfamiliehuse på landsplan. Boligbyrden for Danmark er en stiliseret opgørelse af finansieringsomkostningerne inkl. ejendomsskatter ved køb af et enfamiliehus som andel af den gennemsnitlige disponible indkomst. Finansieringsomkostningerne er beregnet ud fra et 30-årigt,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

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 21

Boligpriserne stiger i flere lande



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

Kilde: Macrobond og Boligsiden.

Fremadrettet forventes stigende indkomster hos husholdningerne at trække boligpriserne yderligere op. På trods af det seneste fald i renterne er renteniveauet fortsat højere, end det har været de seneste år. Realrenter for euroområdet peger på, at renteniveauet stadig vil dæmpe aktiviteten, selv med de rentefald, som markedet forventer i løbet af 2024.²⁷ Det er med til at lægge en dæmper på boligprisudviklingen. Priserne på enfamiliehuse forventes derfor at stige i et lavere tempo end indkomsterne og stige svagt igennem 2024, se figur 20. Den beherskede boligprisudvikling medfører en faldende boligbyrde, der dog forbliver på et lidt højere niveau end igennem 2010'erne, hvor faldende renter var med til at holde den på et lavt niveau. For 2024 som helhed forventes priserne på enfamiliehuse at stige med 3,7 pct., mens de i 2025 og 2026 stiger med henholdsvis 1,6 pct. og 2,4 pct.

²⁷ Se afsnittet "Pengepolitikken er fortsat restriktiv" i Danmarks Nationalbank, Pengepolitikken er stram og dæmper inflationen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts 2024.

06

Bedring i udlandet giver fremgang for danske eksportvirksomheder

Væksten på Danmarks eksportmarkeder har de seneste to år været dæmpet af, at de store stigninger i energipriserne udhulede husholdningernes købekraft, og at renterne steg kraftigt. Vækstafdæmpningen på Danmarks eksportmarkeder har ført til en betydelig tilbagegang i mange danske eksporterhverv, men stor fremgang i den danske medicinalindustri betyder, at dansk produktion og eksport samlet set fortsat stiger.

På globalt plan er der udsigt til, at inflationen de kommende år bliver bragt ned, uden at den globale økonomi skal igennem en lavkonjunktur, og væksten forventes at være omtrent uændret i forhold til de seneste år. Udviklingen dækker imidlertid over dels, at væksten som følge af fornyet reallønsfremgang tager til på en række af Danmarks største eksportmarkeder, herunder euroområdet og andre af Danmarks nærmarkeder, dels at de kontraktive virkninger af de seneste års rentestigninger aftager. Fornyet fremgang på Danmarks eksportmarkeder forventes at understøtte dansk eksport, som derudover løftes af fortsat stor fremgang i medicinalindustrien.

Væksten på danske eksportmarkeder forventes at tage lidt til

Gennem 2023 har aktiviteten i euroområdet og på Danmarks andre nærmarkeder været omtrent uændret, mens væksten i USA har været høj. De internationale prognoser peger over en bred kam på en tiltagende vækst for de danske eksportmarkeder de næste år. Frem mod 2025 forudsættes væksten at tage lidt til i euroområdet og på andre af Danmarks nærmarkeder, mens den vil blive lidt lavere i USA. Det indebærer, at væksten begge steder forudsættes at være på omtrent samme niveau som i årene før pandemien.

Den lave vækst i euroområdet og på Danmarks nærmarkeder skyldes bl.a. en svækket købekraft i husholdningerne som følge af energiprisstigninger og en opbremsning i de rentefølsomme dele af økonomien såsom erhvervsinvesteringer og dele af fremstillingsindustrien. Over det kommende år forventes de samme drivkræfter at vende: En stigende realløn og udsigt til faldende realrenter forventes at drive en genopretning af væksten på trods af en strammere finanspolitik i de fleste lande.

Væksten i euroområdets økonomi gik i stå i 2023, men forventes at begynde at stige fra midten af 2024. Forventningen om lav vækst i begyndelsen af 2024 støttes af de seneste data fra Purchasing Managers' Index, PMI. Ifølge OECD's interim-prognose fra februar vil væksten i euroområdet blive 0,6 pct. i 2024 og 1,3 pct. i 2025, se figur 22. Tallene dækker dog over en genopretning af væksten allerede i løbet af 2024. Tyskland trækker væsentligt ned i den første del af prognoseperioden, men indhenter derefter resten af euroområdet.

Også på Danmarks nærmarkeder uden for euroområdet har væksten været relativt svag i 2023, og genopretningen de næste år forventes at være langsommere end i euroområdet. Sveriges økonomiske vækst i 2023 var negativ, og den forventes først rigtig at tage fart igen i 2025 ifølge de seneste prognoser fra det svenske Konjunkturinstitut. Norges Bank forventer i sin seneste analyse, at den norske fastlandsvækst forbliver lav i 2024 og det meste af 2025 efter et 2023 med tæt på nulvækst. I Storbritannien voksede økonomien svagt i løbet af 2023, og prognosen fra OECD peger på en langsom genopretning over de næste to år.

USA har i 2023 haft solid vækst, i høj grad på grund af et stigende privatforbrug som følge af bredt funderede reallønsstigninger og høj beskæftigelse. Ifølge OECD's februarprognose aftager den amerikanske vækst til 1,7 pct. frem mod 2025, se figur 22. De årlige vækstrater dækker over et fald fra en særlig stærk vækst gennem 2023 på knap 3 pct. til et niveau på linje med væksten før pandemien.

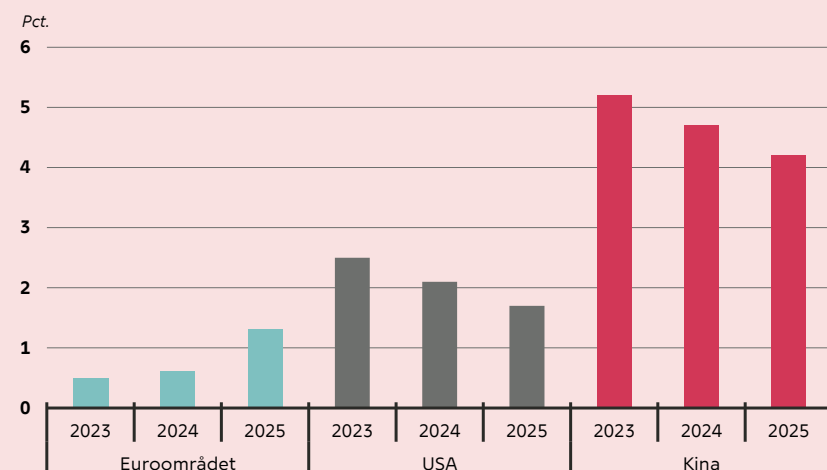
I Kina var væksten samlet set høj i 2023, men den aftog noget i 4. kvartal. Det skyldtes bl.a. en fortsat nedgang i ejendomssektoren, der førte et fald i byggeaktiviteten og de samlede investeringer. Nedturen på ejendomsmarkedet har også haft negativ afsmittning på forbrugertilliden og det private forbrug, hvor især boligrelateret køb af varer og tjenester er faldet. Blandt andet af de årsager peger de fleste internationale prognoser i retning af en lavere vækst de næste år.



**Den danske
industrieksport
skønnes at stige
4,4 pct. i 2024**

FIGUR 22

Udsigt til højere vækst i euroområdet og lavere vækst i USA og Kina



Anm.: Figuren viser årsvækstrater i BNP i faste priser.

Kilde: OECD

Både USA og eurolandene lægger op til stramninger af finanspolitikken over de næste år. Europa-Kommissionen forventer, at eurolandenes finanspolitik strammes moderat i 2024, ligesom den blev i 2023. Stramningen skal dog ses i lyset af et relativt lempeligt udgangspunkt i 2022, hvor mange lande havde udgifter i forbindelse med energi-hjælpepakker, se boks 2. I USA lægges der ifølge Congressional Budget Office, CBO, umiddelbart op til en stramning af finanspolitikken med 1 pct. af BNP i 2024. Det kan dog forventes, at stramningen udvandes noget i løbet af året.²⁸

BOKS 2

Euroområdets finanspolitik forventes at blive strammet i 2024

Euroområdets finanspolitik har de seneste år været præget af store offentlige udgifter i forbindelse med energiprisstigningerne i 2022 og pandemien i årene før. Tiltagene gav udslag i en ekspansiv finanspolitik, og deres udfasning strammer nu den samlede finanspolitik markant. Udfasningen af bl.a. afgiftssænkninger, energisubsidier og offentlige overførsler fra 2022 strammer euroområdets finanspolitik fra let ekspansiv i 2024 til en stramning på 0,5 procentpoint.

De finanspolitiske stramninger drives i høj grad af euroområdets største økonomier. Tyskland, Frankrig og Italien strammede alle i 2023 og forventes at stramme igen i 2024, se figur A. De største stramninger kommer i de lande, som lempede mest under pandemien og senere energikrisen.

Tysklands offentlige budgetter for 2024 blev kendt ulovlige af en højesteretsdom om landets såkaldte "gældsbræmme". Ifølge dommen måtte midler lånt til energikrisen ikke bruges på de almindelige budgetter i 2024, og regeringen måtte derfor finde anden finansiering. Det endte med at resultere i bl.a. højere skatter. De nye budgetter vil formentlig rundt regnet være 16 mia. euro strammere end hidtil antaget, svarende til 0,4 pct. af Tysklands BNP, hvilket ikke er medregnet i figur A.

Fortsættes ...

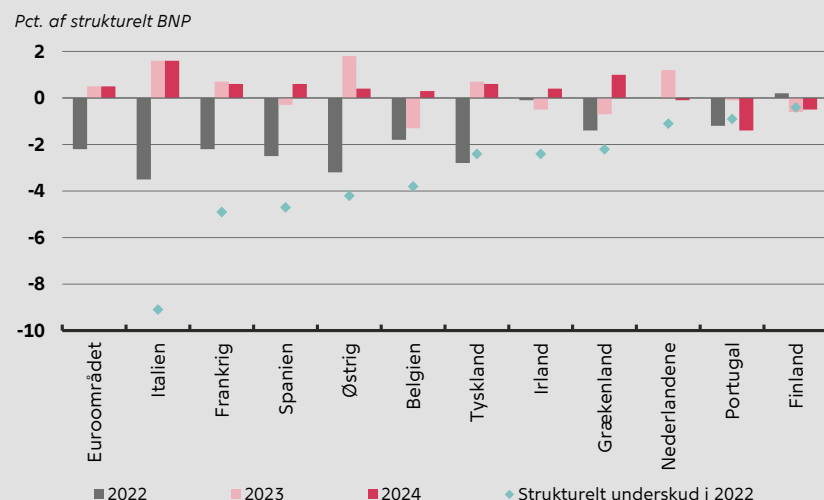
²⁸ Som i alle budgetberegninger indregnes kun vedtagne ændringer, hvilket forvrider billedet, da finanspolitikken i USA er relativt diskretionær. De fleste skattesænkninger og offentlige udgifter indføres som midlertidige tiltag, som derefter ofte forlænges, inden de løber ud. Derfor plejer der at være stigende nettoudgifter i forhold til de budgetter, som CBO offentliggør. Den anspændte politiske situation med en splittet kongres i et valgår kan betyde, at nye store nettoudgifter ikke kan gennemføres.

... fortsat

Italiens strukturelle underskud blev i 2022 øget til knap 10 pct. af BNP, hvilket vakte bekymring blandt eurolandene og var en medvirkende årsag til, at den italienske gæld i slutningen af 2023 fik en lavere rating af ratingbureauet Moodys. Det hævede umiddelbart renten på gælden, hvilket på sigt forværrer underskuddet. Det højere rentemiljø og den større gæld efter coronapandemien og energikrisen betyder på den måde, at flere lande ikke længere kan udskyde nedbringelse af deres løbende underskud uden at risikere, at gældsstigningerne bliver selvforstærkende.

FIGUR A

Ændringer i finanspolitikken i 2022-2024 og det strukturelle underskud i 2022



Anm.: Søjlerne viser ændring i det primære underskud fra sidste år. De blå diamanter viser landenes strukturelle underskud i 2022.

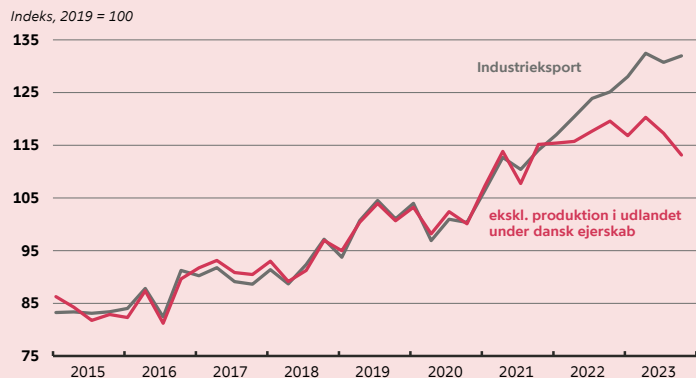
Kilde: Europa-Kommissionen.

Betydelig tilbagegang i store dele af dansk industri ser ud til at vende i 2024

Danske industrivirksomheder har været præget af betydelig tilbagegang det seneste halvandet år som følge af den vækstafdæmpning, der har fundet sted på Danmarks eksportmarkeder. Industriproduktionen er ganske vist steget lidt siden september, men er fortsat over 10 pct. lavere end i sommeren 2022, når man ser bort fra medicinalindustrien, og industrieksporten har været omtrent uændret siden begyndelsen af 2022, når man fraregner produktion i udlandet under dansk ejerskab, se figur 23. Den svage udvikling hænger sammen med, at vækstafdæmpningen i international økonomi har været særligt tydelig på nogle af Danmarks vigtige nærmarkeder som fx Tyskland, Sverige og UK. Siden 2019 har industriproduktionen ekskl. medicin i Danmark i store træk udviklet sig på linje med USA, euroområdet og de fleste nærmarkeder, men tilbagegangen det seneste halvandet år er mere udtalt i Danmark.

FIGUR 23

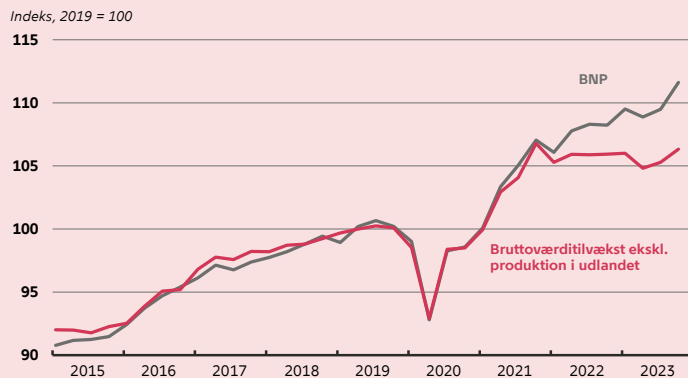
Stagnation i dansk eksport ...



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2023.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 24

... og i værditilæksten ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab

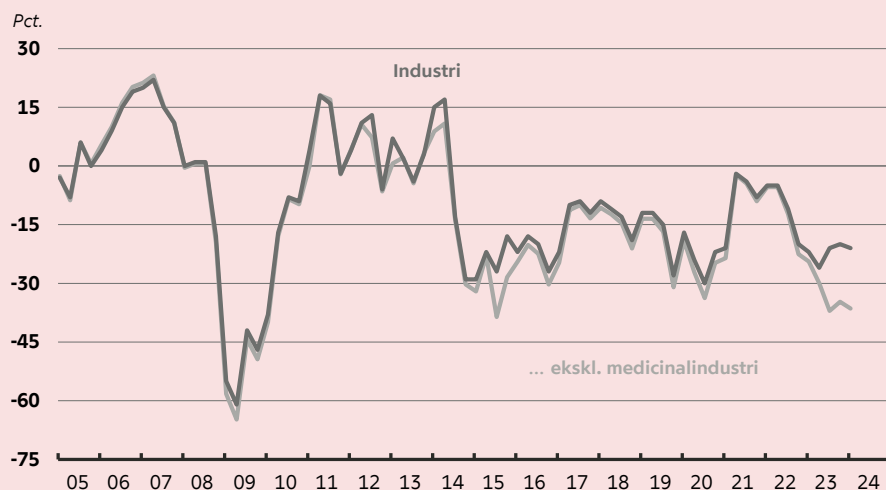


Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2023.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Fremover vil de danske eksporterhverv blive understøttet af fornyet fremgang på eksportmarkederne. Væksten i udlandet bedres især på nogle af de nærmarkeder, som har størst betydning for den øvrige eksport, når der ses bort fra medicinalindustrien. Lønkonkurrenceevnen i danske virksomheder er generelt stærk, og danske eksportvirksomheder er derfor i en god position til at udnytte den fornyede fremgang, se boks 3. Svag eksportordrebeholdning i store dele af industrien tyder imidlertid på, at der kan gå lidt tid, før bedringen i eksporten sætter ind, se figur 25.

FIGUR 25

Eksportordrebeholdningen er svag i de fleste dele af dansk industri



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2024.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

BOKS 3

Danmarks lønkonkurrenceevne er stadig stærk

Danmark er en lille, åben økonomi, der nyder godt af handel med omverdenen. Derfor er danske virksomheders evne til at konkurrere på de internationale markeder afgørende for at sikre vækst og fremgang i økonomien.

Som en lille, åben økonomi er Danmarks lønkonkurrenceevne en central tilpasningsmekanisme for presset på arbejdsmarkedet. Når lønkonkurrenceevnen forværres, svækkes efterspørgslen efter varer produceret i Danmark, og presset på arbejdsmarkedet dæmpes. Mål for lønkonkurrenceevne udgør derfor vigtige indikatorer for, om der er ubalancer under opbygning i dansk økonomi.

Der findes mange måder at måle lønkonkurrenceevne på. I denne boks anvendes to mål: den relative lønkvote og den relative lønudvikling.¹ Den relative lønkvote, som beskriver forholdet mellem lønudgifter og værditilvækst opgjort i løbende priser i Danmark i forhold til udlandet, afspejler relative ændringer i både produktivitet, løn og bytteforhold og er det mest nuancerede af de to mål. Den relative lønudvikling måler kun forskellen i udviklingen i timelønnen, men tager ikke højde for udvikling i produktivitet og bytteforhold.

Under coronapandemien blev fortolkningen af lønkonkurrenceevnen sløret på grund af forskelligartede lønkompressionsordninger på tværs af lande. Udfasningen af ordningerne gør, at tallene igen er mere sammenlignelige.

En forværring af bytteforholdet har svækket den relative lønkvote

I løbet af de seneste år har produktivitetsudviklingen i industrien været særlig kraftig. Det hænger sammen med øget produktion i udlandet under dansk ejerskab, såkaldt merchanting og processing, særligt i medicinalindustrien. Til gengæld har prisstigningerne på dansk eksport været betydeligt mindre end i udlandet, dvs. bytteforholdet er svækket. Svækkelsen af bytteforholdet kan i store træk henføres til betydelige fald i priserne på dansk eksport af medicin. Samlet set er den relative lønkvote svækket over de seneste år, men overordnet set har Danmark stadig en stærk lønkonkurrenceevne, se figur.

Lønkonkurrenceevnen er siden finanskrisen forbedret betydeligt både målt ved relative enhedslønomkostninger og den relative lønkvote. En del af den forbedring kan tilskrives øget produktion i udlandet under dansk ejerskab.¹

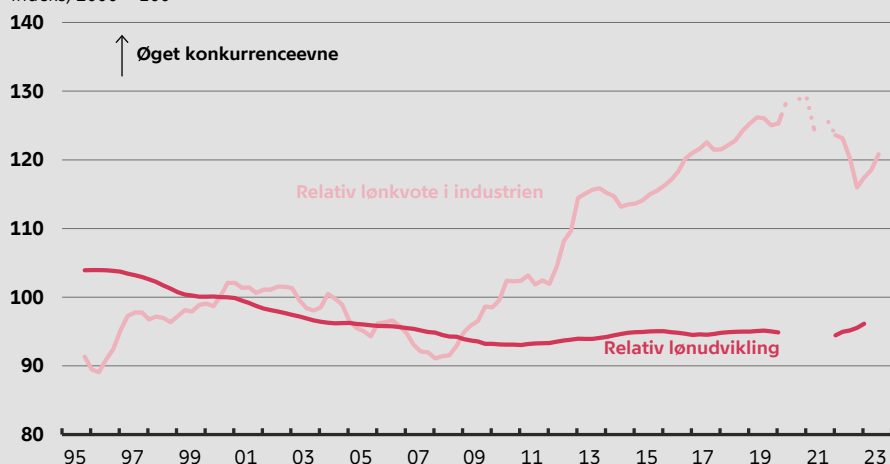
Fortsættes ...

... fortsat

Figur

En forværring af bytteforholdet har svækket den relative lønkvote

Indeks, 2000 = 100



Anm.: De to mål viser udviklingen i udlandet i forhold til Danmark. Hvis den relative lønudvikling eller lønkvoten stiger, er det tegn på en forbedret konkurrenceevne. Begge mål er for industrien alene. Lønkvoten er korrigeret for selvstændige. De punkterede linjer er udtryk for perioder med lønkompensationsordninger i forbindelse med coronapandemien. Forskelle i lønkompensationsordninger på tværs af lande kan gøre de to mål for lønkonkurrenceevnen mindre retvisende i den pågældende periode.

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

¹ For en uddybning af de enkelte mål for lønkonkurrenceevnen, se Pedersen, Schmith og Sørensen, Globaliseringen påvirker mål for lønkonkurrenceevne, Danmarks Nationalbank Analyse, nr. 27, december 2019.

Medicinalindustrien og genåbning af Tyra-feltet giver fremgang i dansk eksport og værditilvækst

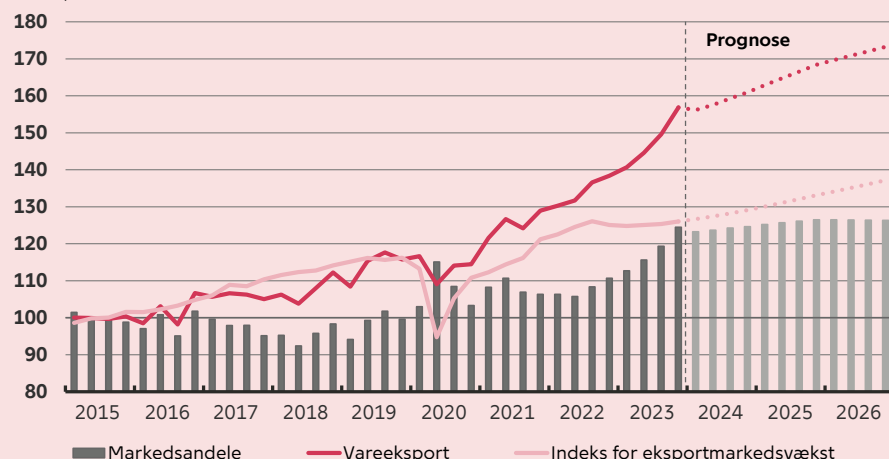
Mens store dele af dansk økonomi er præget af en vækstafdæmpning, er der fortsat stor fremgang i produktion og eksport af medicin. En stor del af medicinalindustriens produktion foregår hos underleverandører i udlandet, som indregnes i dansk eksport og værditilvækst, da produktionen foregår under dansk ejerskab. Fremgangen i medicinalindustriens produktion de seneste år har især fundet sted hos de underleverandører i udlandet. Fraregnes produktion i udlandet under dansk ejerskab, har der imidlertid været en betydelig vækstafdæmpning i dansk økonomi siden slutningen af 2021, se figur 24.

Fremgangen i medicinalindustrien forudsættes at fortsætte de kommende år med afsæt i aktieanalytikeres forventninger til omsætningen i de største danske medicinalvirksomheder. Samlet set skønnes den danske industrieksport at stige 4,4 pct. i 2024, hvilket er noget stærkere end den sammenvejede import på Danmarks eksportmarkeder, som følge af fortsat kraftig fremgang i medicinalindustrien, se figur 26.

FIGUR 26

Dansk industrieksport stiger mere end væksten på eksportmarkederne som følge af fortsat stor fremgang i eksporten af medicin

Indeks, 2015 = 100



Anm.: Indeks for eksportmarkedsvækst angiver et sammenvejet skøn for danske samhandelspartners import. Seneste observation er 4. kvartal 2023.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Dansk eksport og værditilvækst forventes også at få et løft fra genåbningen af naturgasfeltet Tyra. Eksporten af energi får desuden et løft af øget transithandel med gas efter åbningen af Baltic Pipe-gasledningen i 2023 fra Norge gennem Danmark til Polen og forventes at stige med mere end 40 pct. i 2024. Genåbningen af Tyra-feltet øger isoleret set BNP-væksten med 0,5 procentpoint i 2024, hvorimod transithandlen med gas tilsvarende øger importen og derved ikke påvirker BNP.

Samlet set skønnes eksporten at stige relativt kraftigt med 7,2 pct. i 2024. Det afspejler foruden den kraftige fremgang i vareeksporten en afdæmpet vækst i eksporten af tjenester på linje med væksten på Danmarks eksportmarkeder efter kraftige stigninger gennem 2023.

Erhvervsinvesteringerne dæmpes af rentestigninger det kommende år

Både vækstafdæmpningen i store dele af dansk økonomi og de højere renter ventes at dæmpe erhvervsinvesteringerne i Danmark i 2024. De forhold forventes gradvist at lette de følgende år med fornyet fremgang i erhvervsinvesteringerne.

Erhvervsinvesteringerne reagerer typisk med en forsinkelse på forhøjelser af renterne, og derfor ventes de renteforhøjelser, som centralbankerne har gennemført siden 2022, også at dæmpe investeringerne i 2024. Den forsinkelse afspejler dels, at virksomheder ofte har en længere planlægningshorisont for deres investeringer, dels at der kan gå tid fra beslutning til implementering af investeringen.

Vækstafdæmpningen i store dele af økonomien opvejes desuden i noget omfang af store investeringer i medicinalindustrien. Blandt andet har Novo Nordisk offentliggjort investeringsplaner for samlet 42 mia. kr. over de kommende 5 år i

Danmark og vil sandsynligvis først øge erhvervsbyggeriet.²⁹ Sådanne enkeltstående virksomhedsinvesteringer kan bidrage til at holde hånden under investeringerne i perioder, hvor erhvervsbyggeriet er underdrejet, men vil i højere grad fortrænge andre investeringsprojekter og føre til store prisstigninger i perioder med kapacitetspres i byggeriet, som det fx har været tilfældet de seneste år.

Erhvervsinvesteringerne skønnes at falde 3,4 pct. i 2024, men forventes i 2025 og 2026 at stige igen, i takt med at de kontraktive virkninger af de seneste års rentestigninger er slået fuldt igennem, og væksten i danske eksportvirksomheder igen kommer op i tempo.

Produktion i udlandet under dansk ejerskab udgør en stor del af overskuddet på betalingsbalancen

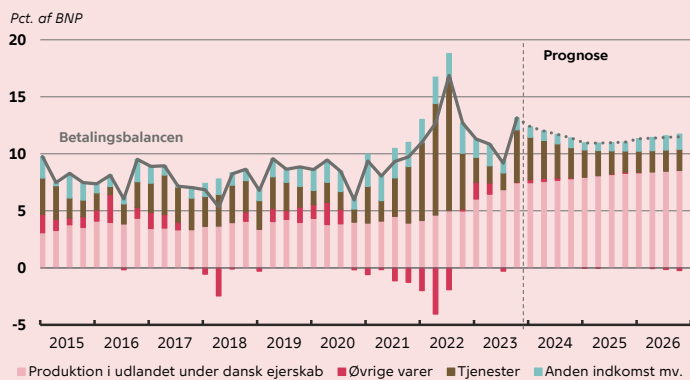
Overskuddet på betalingsbalancen var endnu engang højt i 2023, og de kommende år er der også udsigt til store overskud. Overskuddet blev i 2023 11,1 pct. af BNP, hvilket er lavere end i 2022. Det afspejler lavere overskud på handel med tjenester som følge af et stort fald i fragtrater, mens overskuddet på handel med varer steg markant på grund af den kraftige stigning i produktion i udlandet under dansk ejerskab, se figur 27.

De kommende år forventes overskuddet på handel med varer at stige yderligere som følge af fortsat fremgang i produktion i udlandet under dansk ejerskab og øget eksport af energi fra genåbningen af Tyra-feltet. Samtidig forventes overskuddet på handel med tjenester at forblive omtrent uændret i forhold til udgangen af 2023. Overskuddet på betalingsbalancen forventes at forblive over 11 pct. af BNP. Det er betydeligt højere end årene før pandemien og afspejler store danske eksportindtægter fra produktion i udlandet under dansk ejerskab, der indregnes i handelsbalancen. Større overskud på betalingsbalancen fra øget produktion i udlandet under dansk ejerskab kommer også til udtryk gennem større opsparingsoverskud i virksomhederne, se figur 28. Husholdningerne og den offentlige sektor forventes imidlertid også at have opsparingsoverskud, som bidrager til overskuddet på betalingsbalancen.

²⁹ Det er kun nyinvesteringer, som indgår i nationalregnskabets investeringer, hvorimod køb af eksisterende kapitalapparat som fx grunde ikke indgår.

FIGUR 27

Produktion i udlandet under dansk ejerskab udgør en større del af overskuddet på betalingsbalancen ...

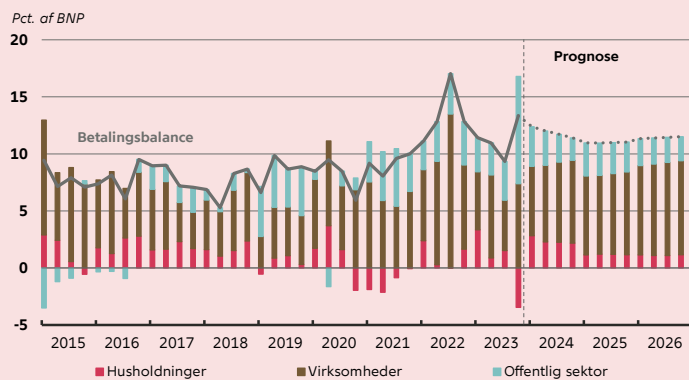


Anm.: Øvrige varer dækker over vareeksport ekskl. køb og salg af varer vedr. produktion i udlandet under dansk ejerskab. Tjenester er opgjort ekskl. forarbejdningstjenester, som indgår i produktion i udlandet under dansk ejerskab.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 28

... og opsparingsoverskuddet i virksomhederne



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

07

Risikobilledet er særligt knyttet til geopolitik og virkningen af højere renter

Risikobilledet for dansk og international økonomi er præget af usikkerhed om gennemslaget af pengepolitik og geopolitiske spændinger. Usikkerhed om effekten af den seneste tids rentestigninger og skift i forventningerne til renternes fremtidige niveau kan ændre forudsætningerne for internationale prognoser. En eskalering af konflikten i Mellemøsten eller yderligere handelsrestriktioner mellem Kina, USA og EU kan sænke væksten og hæve inflationen, og Ruslands invasion af Ukraine kan udvikle sig uforudsigeligt og påvirke energipriser og den generelle forbruger- og erhvervstillid.

De forhold påvirker som udgangspunkt ikke konjunktursituationen i Danmark anderledes end i euroområdet og giver derfor ikke i sig selv anledning til at tilpasse finanspolitikken herhjemme, under forudsætning af at finanspolitikken ikke justeres i euroområdet.³⁰ Risikoen for, at konjunktursituationen udvikler sig anderledes, knytter sig til, at beskæftigelsen i Danmark mod forventning ikke tilpasser sig den vækstafdæmpning, som har fundet sted.

³⁰ Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

Risici for global økonomi stammer i høj grad fra rentegennemslag og udviklingen i inflationen

Internationale organisationer vurderer, at global økonomi er godt på vej mod en blød landing, hvor inflationen bliver bragt ned, uden at verdensøkonomien skal gennem en lavkonjunktur, og hvor risikoen for et større tilbageslag er aftaget. Ikke desto mindre udgør usikkerhed om eftervirkningerne af de seneste års rentestigninger stadig en betydelig risiko for udsigterne for dansk og international økonomi.

På den ene side kan rentegennemslaget på realøkonomien blive større end ventet og sænke væksten betydeligt. Det vil bringe verdensøkonomien tættere på en såkaldt hård landing, hvor en lavkonjunktur følger faldet i inflationen. På den anden side kan inflationen falde hurtigere, end de nuværende prognoser viser, uden at væksten falder yderligere. Det kan give anledning til større eller tidligere rentefald end ventet, hvilket vil stimulere økonomien og øge væksten.

Den anspændte geopolitiske situation skaber også usikkerhed i de internationale prognoser. Situationen i Mellemøsten betyder allerede, at fragt via den vigtige shipping-rute gennem Rødehavet er tæt på umulig, og hvis konflikten i Gaza breder sig regionalt, kan det påvirke over 30 pct. af verdens olieudbud og 14 pct. af gasudbuddet, se boks 4. Handelsbarrierer mellem Kina og USA kan eskalere til en handelskrig, hvor især barrierer mellem EU og USA kan få store konsekvenser for vækst og inflation i euroområdet og Danmark. Ruslands invasion af Ukraine kan udvikle sig pludseligt og uforudsigeligt. Det kan dels hæve energipriserne i Europa, da Rusland stadig står for knap 10 pct. af EU's naturgasimport, dels lede til et fald i forbruger- og erhvervstilliden, hvilket kan betyde fald i bl.a. privatforbrug, investeringer og handel.

BOKS 4

En eskalering af konflikten i Mellemøsten kan øge inflationen

Konflikten i Mellemøsten kan potentielt påvirke Danmarks og euroområdets økonomier negativt. Mellemøsten udgør kun en lille andel af Danmarks og euroområdets direkte handel, men forhøjede energipriser og fragtrater kan få en relativt stor betydning for den økonomiske udvikling. Som det ser ud nu, er prisen på fragt med containerskibe allerede steget mærkbart, mens energimarkederne er forholdsvis stabile.

15 pct. af verdens skibsfragt sejler normalt gennem Rødehavet og påvirkes dermed direkte af de nye farer på ruten. Der er også tegn på, at fragtrater på ruter andre steder i verden er begyndt at stige. Faren i Rødehavet betyder, at de fleste skibe nu i stedet sejler syd om Afrika, hvilket fx forlænger sejlruten mellem Europa og Kina med ca. 30-50 pct. Det medfører højere omkostninger pr. tur, bl.a. grundet højere tids- og brændstofforbrug pr. tur, hvilket kan ses på fragtraterne. Prisen for at få sendt en container fra Rotterdam til Shanghai steg fx med over 200 pct. i forhold til efteråret, se figur A. Men også turen fra Shanghai til Los Angeles, altså på den anden side af jorden, steg med over 100 pct. i forhold til efteråret. Det kan skyldes en stærkere konkurrence om fragtskibe, da der nu skal flere skibe til at opretholde samme varestrøm mellem Kina og Europa, end der skulle i efteråret. Andre ruter er påvirket mindre, hvilket kan skyldes den lokale efterspørgsel og kapacitet på afskibning. Samlet set steg verdens fragtrater målt ved World Container Index med over 150 pct. siden efteråret, men er siden faldet en smule.

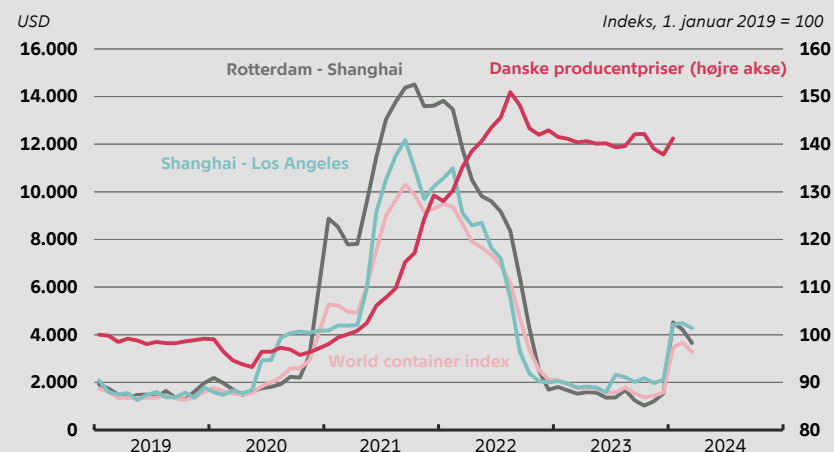
Fragtraternes betydning for dansk og europæisk økonomi går dels direkte gennem højere forbrugerpriser for importerede varer, dels gennem højere inputpriser i fremstillingsindustrien, hvilket kan sænke profiler og hæve outputpriserne. Ser man på de danske producentpriser, altså den pris, som danske virksomheder sælger til, er der endnu ikke større stigninger at se, se figur A. Det kan dog tage tid, før inputpriser i produktionen slår ud i højere salgspriser i virksomhederne og senere i forbrugerpriser. Risikoen for, at fragtraterne stiger yderligere som følge af faren i Rødehavet, begrænses af, at de fleste skibe allerede nu sejler den lange rute syd om Afrika i dag.

Fortsættes ...

... fortsat

FIGUR A

Globale fragtrater er steget som følge af angrebene på fragtskibe i Rødehavet



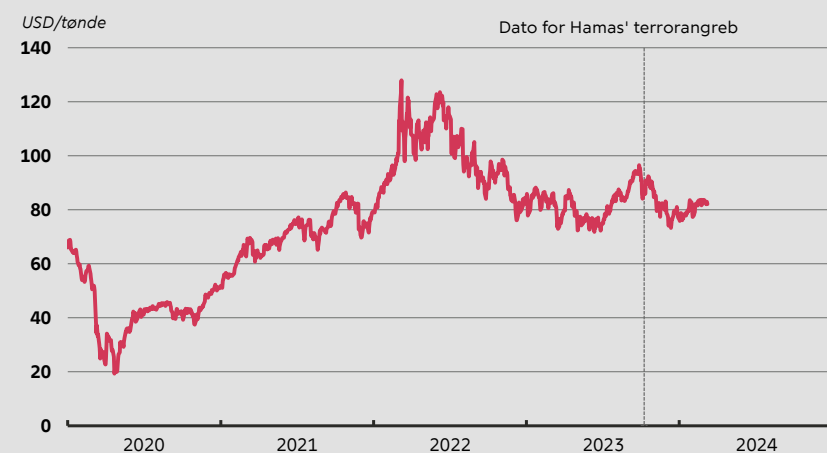
Anm.: World Container Index er et vægtet gennemsnit af prisen for at skibe en standardcontainer på otte af verdens største skibsruter beregnet af Drewry

Kilde: Drewry og Danmarks Statistik.

Det lader ikke til, at konflikten i Mellemøsten har haft en varig virkning på energimarkederne. Regionen står dog for over 30 pct. af verdens olieproduktion, så en spredning af krigen kan nemt påvirke globale energipriser. Prisen på råolie ligger lige nu ca. på samme niveau som i efteråret 2023, lige inden konflikten begyndte. ECB har skønnet over effekterne af pludselige store energiprisstigninger: I deres decemberprognose beskriver de et risikoscenarie, hvor en stigning på 64 pct. i de sammenvejede energipriser (naturgas og olie) sænker væksten i euroområdet med 0,7 procentpoint i 2024 og øger den gennemsnitlige inflation i samme år med knap ét procentpoint. Risikoscenariet antager, at udskibningen af olie og naturgas gennem Hormuzstrædet falder med en tredjedel. Det ville give en stigning i olie- og naturgaspriser på henholdsvis 57 pct. og 74 pct.

FIGUR B

Olieprisen er på omtrent samme niveau som lige inden konflikten i Mellemøsten begyndte



Anm.: Oliepriserne vises her som Brent Crude Oil.

Kilde: Intercontinental Exchange, ICE.

Høj gæld i en række eurolande kan gøre det sværere for landene at afbøde effekterne af fremtidige negative stød, hvilket øger risikoen for en større økonomisk nedgang. Det skyldes, at nogle eurolande er ved at opbygge så høj en gæld, at det kan begrænse deres finanspolitiske manøvrerum i forhold til at stabilisere økonomierne, hvis det bliver nødvendigt. Som beskrevet i boks 2 har udgifterne i forbindelse med pandemien og energikrisen i euroområdet øget mange landes gæld kraftigt, samtidig med at de høje renter gør det dyrere at vedligeholde gælden. De lande, som allerede havde opbygget høj gæld inden pandemien, kan få sværere ved at afbøde effekterne af negative stød end de lande, som havde lavere gæld. Et givet negativt stød til euroområdets økonomi kan derfor ende med at give en større nedgang nu, end det ville i en situation med lavere gæld i udgangspunktet.

En økonomisk genopretning i Kina er en central forudsætning i de globale vækstprognoser. Hvis den kinesiske vækst udvikler sig svagere end ventet, kan det derfor have store konsekvenser for den globale og danske vækst.³¹ Kinesiske nøgletal og erhvervstillid peger i retning af en svær og usikker genopretning. Ejendomssektoren viste igen svaghed tidligere på året, da en domstol i Hongkong dømte Evergrande, et af de største selskaber i branchen, til at skulle likvideres. Selvom dommen stadig kan omstødes i fastlandet, er det bare ét i en lang række svaghedstegn fra sektoren.

Erhvervsejendomssektoren er i flere lande presset af højere renteniveauer, der sænker priserne på erhvervsejendomme. I USA er erhvervsejendomspriserne faldet med 11 pct. siden 2022, hvilket foruden højere renter også skyldes en lavere efterspørgsel på fx kontorejendomme som følge af hjemmearbejde.³² Den potentielle risiko ved et udfordret erhvervsejendomsmarked materialiserer sig gennem tab i banker og realkreditinstitutter, hvilket kan medføre stress på de finansielle markeder og sprede sig til resten af økonomien.

Risikoen for et større kapacitetspres i Danmark end i euroområdet knytter sig til at beskæftigelsen ikke tilpasser sig den vækstafdæmpning, som har fundet sted

De ovenfor nævnte risikofaktorer påvirker som udgangspunkt ikke konjunktursituationen i Danmark anderledes end konjunktursituationen i euroområdet. Nationalbanken vurderer samtidig, at der ikke er en forhøjet risiko for, at konjunktursituationen i Danmark udvikler sig mærkbart forskelligt fra euroområdet.

Risikoen for et større kapacitetspres og større løn- og prisstigninger knytter sig hovedsageligt til, at beskæftigelsen mod forventning ikke tager af. Et sådant risikoscenarie er primært knyttet til, at efterspørgslen i dansk økonomi også de kommende år vil være rettet mod arbejdskraftintensive erhverv, men kan også udspringe af, at efterspørgslen i dansk økonomi bliver stærkere i forhold til euroområdet. For eksempel kan en forbedring af forbrugertilliden kombineret med store opsparinger og høj friværds i bolig føre til en kraftig stigning i det private forbrug i Danmark.

Et større kapacitetspres i Danmark end i euroområdet indebærer en risiko for, at lønstigningerne bliver højere i Danmark end i euroområdet gennem næste overenskomstperiode, hvilket vil forlænge perioden med høj inflation yderligere. Nationalbanken vurderer dog, at der aktuelt er begrænset risiko for et scenarie, hvor højere løn- og prisstigninger giver anledning til et pludseligt, stort tab af lønkonkurrenceevne.

³¹ Se Amy Y. Zhuang, Casper W.N. Jørgensen og Mikkel Bess, Et tilbageslag i Kina vil reducere væksten i Danmark betydeligt, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 8, juni 2023.

³² Se fx IMF, Commercial Real Estate Sector Faces Risks as Financial Conditions Tighten, *IMF Blog, Chart of the Week*, september 2022.

Endelig er der også en række forhold, der kan påvirke forløbet for BNP og beskæftigelse, men som kun i begrænset omfang påvirker kapacitetspresset samt løn- og prisudviklingen. Disse forhold knytter sig bl.a. til de antagelser, der er gjort omkring produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyra-feltet, som hovedsageligt påvirker BNP, og tilgangen af udenlandsk arbejdskraft, som kan påvirke både BNP og beskæftigelse.

Centrale økonomiske størrelser

TABEL 4

Realvækst i forhold til perioden før, pct.					2023		
	2023	2024*	2025*	2026*	2. kv.	3. kv.	4. kv.
BNP	1,8	2,4	1,4	1,3	-0,6	0,4	2,0
Privat forbrug ¹	1,3	1,6	1,1	1,0	0,9	0,2	1,7
Offentligt forbrug	0,0	3,0	1,9	1,5	0,2	-0,4	0,3
Boliginvesteringer	-10,2	-0,2	2,1	2,0	-3,1	-0,5	0,6
Offentlige investeringer	0,9	2,9	1,7	1,2	-2,3	2,4	-2,7
Erhvervsinvesteringer	-4,3	-3,4	0,2	1,2	3,6	4,9	-9,5
Lagerinvesteringer mv. ²	-1,9	0,1	0,0	0,0	-1,0	0,2	-1,3
Eksport	12,5	7,2	3,5	3,2	3,6	4,9	5,7
Industrieksport	7,6	4,4	5,7	4,4	3,4	-1,3	1,0
Import	7,7	6,3	3,7	3,4	4,9	6,8	1,1
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.214	3.226	3.213	3.208	3.214	3.217	3.218
Ledighed, brutto, 1.000 personer	84	90	95	95	83	84	86
Betalingsbalance, pct. af BNP	11,1	11,9	11,0	11,4	10,8	9,2	13,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	4,6	2,7	2,8	2,2	2,8	3,4	-
Huspriser ³ , pct. år-år	-0,4	3,7	1,6	2,4	1,6	2,3	-
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	3,4	2,2	2,6	1,7	3,6	2,0	0,1
Kerneinflation, pct. år-år	5,2	2,3	2,8	2,0	5,8	4,7	3,0
Timeløn ⁴ (fremstilling), pct. år-år	4,2	5,6	4,0	3,4	3,3	5,2	5,3

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.
2. Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).
3. Nominelle priser på enfamiliehuse.
4. Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.
Anm.: * angiver prognose. Offentlig saldo og huspriser i 2023 er også skøn.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

08

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 2023. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 12. marts 2023. Den reviderede opgørelse af betalingsbalance for 2023 er dog ikke indarbejdet, da det ikke er muligt at sikre konsistens til nationalregnskabets nettofordringserhvervelse over for udlandet. 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 2,0 pct. i 2024, 2,9 pct. i 2025 og 3,1 pct. i 2026, se tabel A1. Lønstigningerne i udlandet forudsættes gradvist at aftage fra 4,0 pct. i 2024 til 3,3 pct. i 2026. Prisstigningerne på importerede varer og tjenester forudsættes at tage kraftigt af og stabilisere sig omkring 2 pct. Forudsætningerne er baseret på seneste prognose fra OECD fra december, som inkluderer eksplicitte forudsætninger om Danmarks eksportmarkedsvækst og 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. 3-måneders pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten forudsættes på den baggrund at falde frem mod slutningen af 2025, hvorefter den flader ud lidt under 2 pct.

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

Energipriser antages som udgangspunkt at følge udviklingen i oliepriserne, der i prognoseperioden forudsættes at følge futurespriser. På baggrund af de store udsving i energipriserne er olieprisen i prognosen fastlagt på baggrund af et gennemsnit af futurespriserne i 6 dage forud for afslutningen af talgrundlaget. Olieprisen var her omkring 82 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til lidt under 72 dollar pr. tønde ved udgangen af 2026.

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 stige resten af 2024 til ca. 230 kr. pr. MWh fra det aktuelle niveau på lidt under 200 kr. pr. MWh og derefter ende ved omkring 220 kr. pr. MWh ved udgangen af 2026. Elektricitetsprisen antages at følge futuresprisen de første fem måneder, men på grund af at der handles få kontrakter med levering længere end fem måneder frem, antages elektricitetspriserne derefter at følge futurespriserne på gas. Prisen på elektricitet antages på den baggrund at ligge mere eller mindre stabilt

omkring 450 kr. pr. MWh. Prisen på elektricitet og gas antages dermed at forblive højere end i 2019.

Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt finanslovsaftalen i *Økonomisk Redegørelse*, december 2023, og det mellemfristede forløb i *Opdateret 2030-forløb*, august 2023. Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at stige med 3,0 pct. i 2024, 1,9 pct. i 2025 og 1,5 pct. i 2026. Det offentlige forbrug er beregningsteknisk løftet af donationer til Ukraine, men de donationer forudsættes ikke at have aktivitetsvirkning. Aktivitetsvirkningen modgås i prognosen af øget import. Regeringens udspil, *Håndtering af styrkelse af dansk forsvar og sikkerhed samt Ukrainefonden*, fra 13. marts 2024 er ikke indarbejdet i prognosen. De offentlige investeringer antages at stige med 2,9 pct. i 2024, 1,7 pct. i 2025 og 1,2 pct. i 2026.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret med 1,1 procentpoint i 2024 og 0,1 procentpoint i 2025, se tabel A2. Ændrede skøn for eksportmarkedsvækst bidrager til at dæmpe væksten i begge år, mens renteudviklingen bidrager til højere vækst. Opjusteringen i 2024 afspejler andre faktorer, som hovedsageligt afspejler, at bidraget til BNP-væksten fra såvel produktion i udlandet under dansk ejerskab som genåbningen af naturgasfeltet Tyra på nuværende tidspunkt ser ud til at blive større end antaget i september. Fraregnet produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyra-feltet er væksten i 2024 også opjusteret, hvilket bl.a. dækker over, at væksten i slutningen af 2023 giver et større overhæng ind i 2024.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er nedjusteret med 0,8 procentpoint i 2024 og uændret i 2025. Ændrede forudsætninger om oliepriser samt udenlandske lønninger og priser bidrager til at nedjustere skønnet for inflationen i 2024. Det negative bidrag fra andre faktorer i 2024 afspejler til dels forudsætninger om lavere 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 A1

Oversigt over prognosens antagelser

	2023	2024	2025	2026
International økonomi				
Eksportmarkedsvækst, pct., år-år	0,6	2,0	2,9	3,1
Udenlandsk pris, pct., år-år ¹	-1,2	2,0	2,1	2,0
Udenlandsk timeløn, pct., år-år	5,6	4,0	3,8	3,3
Finansielle forhold mv.				
3-måneders pengemarkedsrente, pct., p.a.	3,3	3,4	2,5	2,2
Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a.	3,5	3,2	3,2	3,2
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,7	104,8	104,8	104,8
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,9	6,9	6,9	6,9
Oliepris, brent, USD pr. tønde	82,8	80,4	76,1	73,3

Finanspolitik

Offentligt forbrug, pct., år-år	0,0	3,0	1,9	1,5
Offentlige investeringer, pct., år-år	0,9	2,9	1,7	1,2
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	872	874	879	883

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

TABEL A2

Ændringer i prognosen

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Prognose fra september	1,7	1,3	1,3	3,8	3,0	2,6
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	0,0	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Renter	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Udenlandske priser og lønninger	-0,2	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Andre faktorer	0,3	1,5	-0,1	-0,2	-0,6	0,1
Denne prognose	1,8	2,4	1,4	3,4	2,2	2,6

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

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 15. marts 2024



**DANMARKS
NATIONALBANK**