

De Økonomiske Råd 
Formandskabet

KAPITEL II **KONJUNKTUR** **OG OFFENTLIGE** **FINANSER**

KAPITEL II

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Gennemslaget fra høj inflation og høje renter begynder at vise sig i international økonomi, men gennemslaget varierer på tværs af lande. I Danmark er aktiviteten i store dele af økonomien også bremset op, men samlet BNP-vækst holdes oppe af markant vækst i medicinalindustrien.

Trods begyndende afmatning er beskæftigelsen fortsat med at stige, og kapacitetspresset er højt. En analyse i kapitlet viser, at en stigende andel af beskæftigelsesfremgangen i løbet af opsvinget er tilvejebragt gennem nyindvandret udenlandsk arbejdskraft.

Der ventes omtrent stilstand i dansk økonomi ekskl. medicinalindustrien i 2023-24. Afmatningen ventes at føre til faldende beskæftigelse i løbet af næste år, men presset på arbejdsmarkedet skønnes fortsat at være betydeligt.

Finanspolitikken i 2024 vurderes at være for lempelig i forhold til den forventede konjunktursituation og bør strammes i forhold til den planlagte finanspolitik.

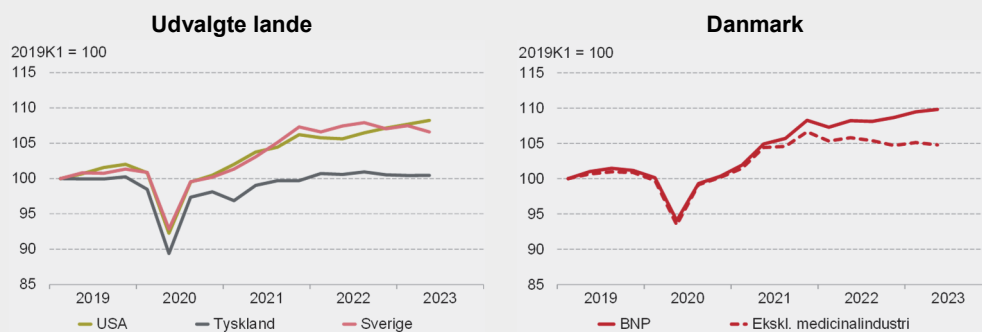
II.1 INDLEDNING

Høj inflation og høje renter begynder at vise sig i aktiviteten

Dansk og international økonomi har de seneste år været præget af høj inflation, og centralbankerne har siden begyndelsen af 2022 strammet pengepolitikken markant. Inflationen er aftaget betragteligt igennem 2023, men det underliggende prispres er fortsat højt i mange lande. Effekten af den høje inflation og de høje renter begynder at kunne ses i afmatning af særligt de mere rentefølsomme dele af økonomierne, herunder i store dele af industribrancherne. Der er dog forskel i gennemslaget på tværs af lande. I eksempelvis Sverige og Tyskland er BNP stagneret igennem det seneste år, mens afmatningen endnu ikke er tydelig i den samlede BNP-udvikling i USA og Danmark, jf. figur II.1.

FIGUR II.1 BNP

BNP er stagneret i Tyskland og Sverige, mens produktionen fortsat er stigende i Danmark og USA. I Danmark skønnes den fortsatte fremgang dog i høj grad at kunne henføres til medicinalindustrien.



Anm.: Beregningen af BNP ekskl. medicinalindustrien i Danmark er beskrevet i baggrundsnotatet.

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

Dansk økonomi i to tempi

I Danmark har økonomien det seneste halvandet år udviklet sig i to forskellige tempi, jf. også beskrivelsen i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Aktiviteten i hovedparten af den private del af økonomien er bremset op og afspejler i store træk udviklingen på de store danske eksportmarkeder. Opbremsningen ses også i den indenlandske efterspørgsel, hvor forbruget er stagneret, og investeringerne er faldet det seneste år. Til gengæld har der gennem 2022 og i første del af 2023 været usædvanligt kraftig fremgang i medicinalindustrien. Denne fremgang

skønnes at drive BNP-væksten i perioden, mens der har været en konjunkturaftdæmpning i den resterende del af økonomien, jf. højre del af figur II.1. En betydelig del af medicinalproduktionen eksporteres, og eksporten er derfor også steget markant.

Udsigt til lavere vækst i Danmark og udlandet de kommende år

Det skønnes, at der er udsigt til en mere generel vækstafmatning i den internationale økonomi de kommende år, primært som konsekvens af gennemslaget af et fortsat højt renteniveau. De samlede vækstudsigter for international økonomi er omtrent som forudsat i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Den afdæmpede internationale aktivitet forringer afsætningsmulighederne for danske virksomheder, og sammen med de fortsat høje renter ventes det at medføre omtrent stilstand i økonomien ekskl. medicinalindustrien i 2023-24. Høj vækst i medicinalindustrien i år løfter dog den samlede BNP-vækst i 2023 til ca. 1¼ pct., og i 2024 ventes BNP at stige ca. 1¼ pct., jf. tabel II.1. Væksten i 2023-24 er højere end i *Dansk Økonomi, forår 2023*, hovedsageligt som følge af den markante fremgang i medicinalindustrien.

TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

BNP ventes at stige ca. 1¼ pct. i år og ca. 1¼ pct. næste år. I år drives væksten særligt af medicinalindustrien. Inflationen skønnes at aftage, men kommer først under 2 pct. i 2025.

	2022	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
BNP (realvækst i pct.)	2,7	1,7	1,3	0,6	1,1
Beskæftigelsesgap (pct.)	2,9	3,0	2,2	1,3	0,0
Inflation (pct.)	7,5	3,8	2,6	1,7	1,4
Timeløn (pct.)	3,5	4,5	5,9	4,6	3,3
Offentlig saldo (pct. af BNP)	3,4	1,8	1,1	1,1	-0,2
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	1,5	0,8	0,8	0,5	-0,2
ECB's indlånsrente (pct.)	0,1	3,3	3,9	3,0	2,0

a) Sidste søjle viser niveauet i 2030 for beskæftigelsesgap, offentlig og strukturel saldo samt rente. For BNP, inflation og timeløn vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2025 til 2030.

Anm.: Inflationen er udtrykt ved væksten i deflatoren for det private forbrug.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

Beskæftigelsen ventes at falde

De danske virksomheder har det seneste år fastholdt et højt antal medarbejdere trods afmatning i produktionen, og beskæftigelsen er endda fortsat med at vokse. Omtrent halvdelen af beskæftigelsesstigningen skyldes personer med udenlandsk statsborgerskab. En analyse i kapitlet viser, at en stigende andel af denne beskæftigelsesfremgang er

tilvejebragt gennem nyindvandret udenlandsk arbejdskraft. Arbejdsmarkedet viser dog efterhånden tegn på lavere aktivitet med svagt stigende ledighed og en faldende efterspørgsel efter arbejdskraft. Afsætningen på arbejdsmarkedet ventes at tage til og føre til faldende beskæftigelse i de kommende år. En del af dette fald ventes at komme fra et fald i arbejdsstyrken, herunder lavere tilgang af arbejdskraft fra udlandet, hvorfor ledigheden ikke skønnes at stige i samme omfang. Beskæftigelsesfaldet forudsættes at ske gradvist og vil indebære en normalisering af konjunktursituationen i de kommende par år, så beskæftigelsen bringes tilbage mod det skønnede strukturelle niveau.

Indhold i kapitlet

I resten af kapitlet uddybes udsigterne for international og dansk økonomi. I afsnit II.2 beskrives udviklingen i international økonomi med fokus på inflation, pengepolitik og den forskelligartede konjunktursituation på tværs af lande. Afsnit II.3 beskriver udviklingen i dansk økonomi med fokus på forskellen mellem udviklingen i medicinalindustrien og resten af økonomien samt betydningen af tilgang af udenlandsk arbejdskraft for situationen på arbejdsmarkedet. I afsnit II.4 gives en status for de offentlige finanser, og der præsenteres en beregning af råderummet. Kapitlet afsluttes i afsnit II.5 med en sammenfatning samt anbefalinger til finanspolitikken for 2024. Kapitlet er suppleret af to baggrundsnotater, der indeholder en række supplerende figurer og tabeller samt yderligere dokumentation af fremskrivningen til 2030.

II.2

INTERNATIONAL ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

Udsigt til international vækstafdæmpning

Der har de seneste år været fremgang i den internationale økonomi, og økonomierne har vist sig mere robuste overfor høj inflation og stigende renter end først antaget. I mange lande har den økonomiske situation været præget af et betydeligt kapacitetspres og knaphed på arbejdskraft, men nu er der, ikke mindst i Europa, tegn på, at dette pres er ved at aftage, og konjunkturerne er ved at vende. Det skønnes, at der er udsigt til en mere generel vækstafmatning de kommende år, blandt andet som følge af, at de pengepolitiske stramninger forventes at slå mere tydeligt igennem på økonomierne. Der er imidlertid betydelige forskelle mellem lande, blandt andet som følge af forskellig rentefølsomhed. Vækstafmatningen ventes at indebære en periode med lavere vækst og svag recession i enkelte lande. Denne forventning er overordnet i tråd med vækstudsigterne i *Dansk Økonomi, forår 2023*.

Indhold i afsnittet

Afsnittet fokuserer i høj grad på udviklingen på de danske eksportmarkeder, herunder de tre mest betydningsfulde, som er USA, Tyskland og Sverige. Afsnittet indledes med en beskrivelse af inflationsudviklingen i euroområdet og USA. Dernæst beskrives de foretagne pengepolitiske stramninger, og forventningerne til pengepolitikken diskuteres. Herudover diskuteres forskellene i rentefølsomheden på tværs af lande. Herefter præsenteres de forventede vækstudsigter på de danske eksportmarkeder, og afsnittet afsluttes med en diskussion af de væsentligste risikofaktorer knyttet til udviklingen i den internationale økonomi.

INFLATIONSUDVIKLINGEN I EUROOMRÅDET OG USA

Aftagende inflation ...

Inflationen i både euroområdet og USA er henover sommeren fortsat med at aftage fra højdepunktet på omkring 10 pct. i efteråret 2022, jf. figur II.2. Inflationen i euroområdet og USA er faldet til 5,3 pct. henholdsvis 3,7 pct. i august 2023. Euroområdets inflation dækker dog over betydelige forskelle mellem eurolandene; fra 2,4 pct. i Belgien til 9,6 pct. i Slovakiet i august. Forskellene i inflation kan i høj grad tilskrives forskellige energiprisstigninger, samt i hvor høj grad der har været indført afgiftslempelser, jf. Müller (2023).

... på grund af lavere energipriser, ...

En væsentlig del af faldet i inflationen kan tilskrives det markante prisfald på energi igennem 2023, jf. figur II.3, hvilket betyder, at energi nu bidrager negativt til den samlede inflation i både euroområdet og USA. Prisfaldet på energi i slutningen af 2022 og første del af 2023 skal ses med baggrund i blandt andet en mildere vinter end ventet, elektrificering af energiforbruget og udbygning af vedvarende energikilder, jf. IEA (2023).¹ Futures på energi indikerer, at energipriserne den kommende tid vil være lavere end sidste år, og energipriserne ventes derfor også at bidrage til lavere inflation igennem resten af 2023. Dog er specielt olieprisen steget de seneste måneder, hvilket delvist kan tilskrives et mere begrænset udbud fra OPEC+ landene, jf. ECB (2023). I 2024 ventes energipriserne at forblive på omtrent samme niveau som i 2023, og det negative bidrag til inflationen fra energipriserne ventes derfor at falde bort. Dette bortfald bidrager til, at inflationen ikke forventes at falde nævneværdigt i 2024, jf. ECB (2023). De globale fødevarerpriser er også faldet, og inflationsbidraget fra fødevarer er derfor aftagende.

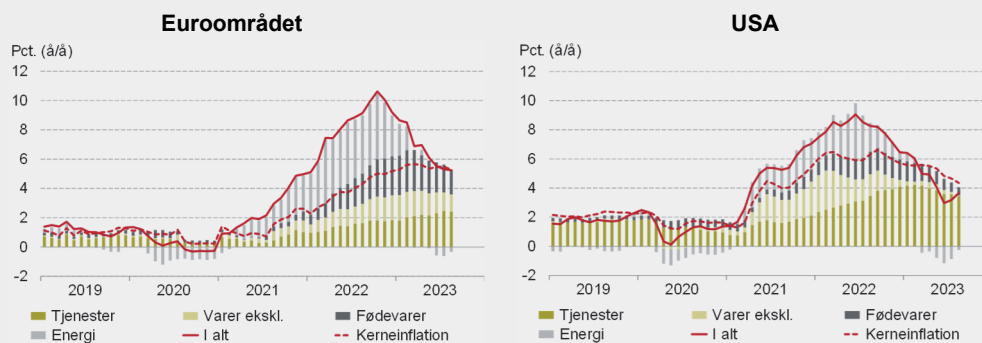
1) De to førstnævnte bidrog til at mindske efterspørgslen efter gas, mens den sidstnævnte virkede til at øge udbuddet af energi på markedet.

... men det underliggende inflationspres er højt

I modsætning til de faldende energipriser har det underliggende pris-pres vist sig at være mere vedholdende, og kerneinflationen er dermed relativt høj i både euroområdet og USA, jf. figur II.2. Kerneinflationen er sammensat af bidrag fra tjenester henholdsvis varer ekskl. energi og fødevarer, hvor prisstigningerne på tjenester udgjorde et isoleret inflationsbidrag på godt 2 pct.point i euroområdet og ca. 4 pct.point i USA i august. Inflationsbidraget fra tjenester er særligt relevant for det underliggende pris-pres, fordi det har en tæt sammenhæng med lønudviklingen, da tjenesteydelser ofte er mere arbejdskraftintensive end vareproduktion.²

FIGUR II.2 INFLATION OG KERNEINFLATION

Den samlede inflation er nu lavere end kerneinflationen i både euroområdet og USA. En væsentlig årsag til faldet er faldende energipriser. Det underliggende pris-pres, målt ved kerneinflationen og især inflationsbidraget fra tjenester, er stadig højt.



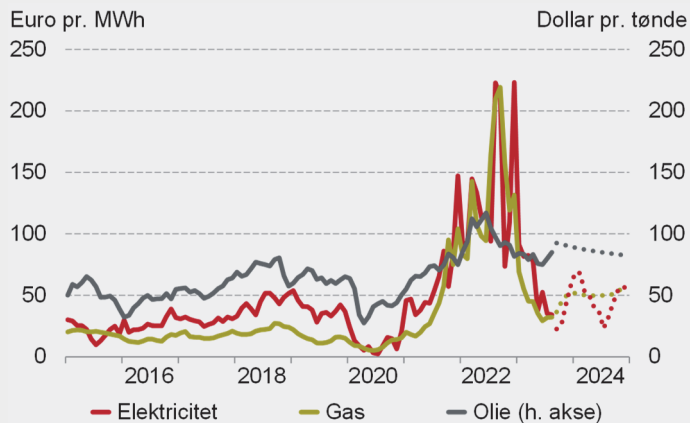
Anm.: Inflationen angiver årsstigningen i forbrugerprisindekset for USA og det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet. For USA er vækstbidragene en approksimation, hvorfor de ikke summer præcist til den samlede inflation. "Varer ekskl." dækker over varer eksklusive bidraget fra energi og fødevarer. De to grønne søjler med inflationsbidraget fra tjenester og varer (ekskl. bidraget fra energi og fødevarer), svarer til inflationsbidraget fra kerneinflationen. Seneste observation er august 2023.

Kilde: Macrobond, Eurostat og egne beregninger.

2) Kerneinflationen kan i øvrigt opgøres på flere forskellige måder, herunder hvorvidt bidraget fra boligomkostninger regnes med eller ej. Ekskluderes bidraget fra boliger ("shelter") i kerneinflationen, er det underliggende pris-pres i USA på 3,1 pct. mod en normalt opgjort kerneinflation på 4,3 pct. i august ifølge opgørelsen fra Federal Reserve Bank of St. Louis.

FIGUR II.3 ENERGIPRISER

De europæiske priser på energi er faldet gennem 2023. Futures indikerer lidt højere gaspriser, samt højere elpriser henover vinteren.



Anm.: Olieprisen er prisen på en tønde brentolie, naturgasprisen er prisen på hollandsk TTF-naturgas pr. MWh, og elprisen er den nordiske pris fra elbørsen Nord Pool på en MWh. På grund af store daglige udsving er elprisen opgjort som to ugers glidende gennemsnit. Seneste observation er 25. september. Futures angiver prisen på en fremtidig levering og angiver derfor markedets forventninger til prisudviklingen. De prikkede linjer angiver månedlige futures baseret på markedets data fra d. 25. september.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Inflationen i 2024 kan fortsat være høj

Det mere vedholdende underliggende inflationspres har medført en opjustering af den forventede inflation i både 2023 og 2024 hos flere internationale prognosemagere. Dette skyldes, at der er forventning om, at inflationsbidraget fra specielt tjenester kan være sværere at nedbringe, jf. diskussionen senere i afsnittet. Aktuelt skønner prognosemagere, at inflationen bliver omtrent 2½ pct. i 2024 med endnu højere kerneinflation for både USA og euroområdet, jf. eksempelvis Consensus (2023). Det er stadig over centralbankernes inflationsmålsætning på 2 pct. I Den Europæiske Centralbanks, ECB, nyeste prognose skønnes det, at inflationen fortsat vil være høj igennem 2024 og første halvår af 2025, men at inflationen vil være tilbage på centralbankens målsætning på 2 pct. fra tredje kvartal 2025, jf. ECB (2023). Inflationsforventninger på længere sigt blandt husholdninger og prognosemagere er ikke steget betydeligt, og de er på omtrent det samme niveau som i perioden forud for den høje inflation i 2022 og 2023, jf. baggrundsnotatet.

CENTRALBANKER VENTES AT HOLDE RENTEN HØJ

Centralbanker er formentligt tæt på rentetoppen

Adskillige centralbanker har strammet pengepolitikken yderligere henover sommeren 2023. Dette er typisk sket ved, at centralbankerne har hævet de ledende renter, men i en række tilfælde er der også anvendt andre kontraktive monetære tiltag. Det gælder eksempelvis reduktion af opkøbsprogrammerne i euroområdet.³ Både markedet og prognosemagere forventer aktuelt, at toppen for de ledende renter er nået eller nærmer sig i både euroområdet og USA. Hvorvidt dette bliver tilfældet, vil dog afhænge af udviklingen i såvel inflationen som realøkonomiske forhold.

De længere renter har været mere stabile

De lange markedsrenter, i specielt Tyskland, har været mere stabile igennem 2023, end de var i specielt 2022, jf. figur II.4. Dette er på trods af flere rentestigninger fra både den amerikanske centralbank, Fed, og ECB. Dette antyder, at markedet i stor udstrækning allerede havde indregnet centralbankernes rentestigninger i deres forventninger. De korte renter er mere påvirkede af de nuværende centralbankrenter, og de er derfor steget mere end de lange renter. Dermed er de korte renter stadig højere end de lange renter. Rentekurven er således fortsat inverteret, som den har været siden midten af 2022. En inverteret rentekurve anses ofte for at være en ledende indikator for forestående recession, jf. senere i afsnittet.

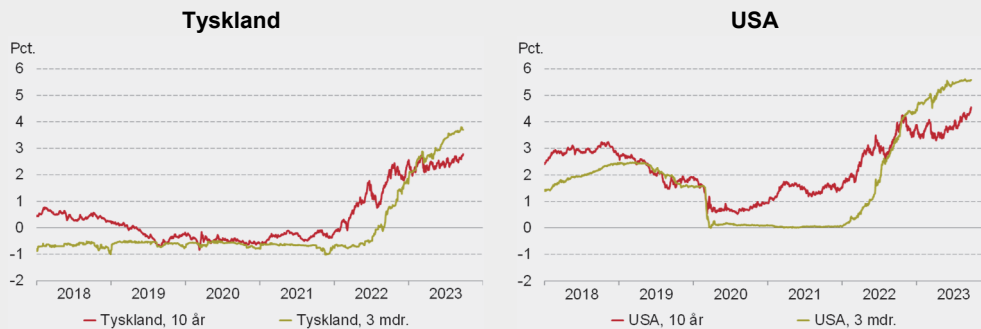
Centralbanker har hævet renterne markant og hurtigt

Centralbankernes rentestigninger i løbet af 2022 og 2023 har i et historisk perspektiv været markante. ECB har indtil videre hævet den ledende indlånsrente med $4\frac{1}{2}$ pct.point, fra $-\frac{1}{2}$ til 4 pct., mens Fed har løftet renten med $5\frac{1}{4}$ pct.point, så Fed's ledende rente nu er $5\frac{1}{2}$ pct. Disse rentestigninger har været større og mere hastige end i tidligere perioder, hvor pengepolitikken er blevet strammet, jf. figur II.5. Det vidner om, at centralbankernes reaktion på inflationen samlet har været markant. Det medfører dog også usikkerhed om, i hvor høj grad tidligere erfaringer med gennemslaget fra højere renter til den økonomiske aktivitet kan overføres til den nuværende situation.

3) Et andet monetært tiltag, der har været anvendt, er Japans centralbanks udvidelse af rentespændet fra $\frac{1}{2}$ pct. til 1 pct. på kort sigt. Dette betyder, at den japanske centralbank tillader renten på statspapirer at ramme 1 pct. på kort sigt. Dette kan betyde, at flere japanske investorer vil investere i egne statspapirer, hvormed renten på blandt andet danske realkreditobligationer kan stige.

FIGUR II.4 KORTE OG LANGE STATSPAPIRRENTER

De korte renter er fortsat med at stige som følge af centralbankernes pengepolitiske stramninger. De lange renter har været mere stabile, omend de er steget i USA.

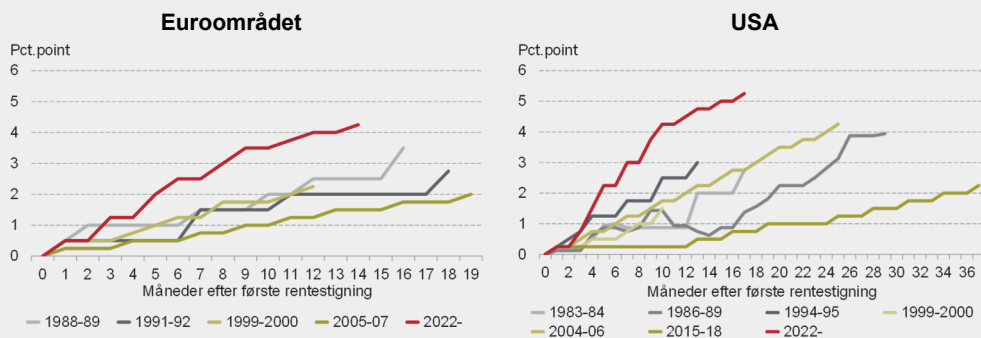


Anm.: Figuren viser udviklingen i renten på tyske og amerikanske statsobligationer med lang (10 år) henholdsvis kort løbetid (3 måneder). Seneste observation er 25. september.

Kilde: Macrobond.

FIGUR II.5 RENTESTIGNINGER I HISTORISK PERSPEKTIV

Centralbankerne har hævet renterne mere og hurtigere end ved tidligere cyklusser af rentestigninger.



Anm.: Figurene viser den kumulerede ændring for den ledende rente fra starten af rentestigninger til toppen. x-aksen angiver antallet af måneder siden første rentestigning. Euroområdet dækker over ECB fra 1999, og før det den tyske Bundesbank. Tidligere rentestigninger i USA er præsenteret i baggrundsnotatet.

Kilde: Macrobond.

Den nuværende rente er over den neutrale rente

Flere centralbanker vurderer selv, at det nuværende niveau for de ledende renter virker kontraktivt for økonomierne, jf. Powell (2023) og Lagarde (2023). Dette bygger på, at det nuværende renteniveau for centralbankernes ledende rente er højere end den såkaldte neutrale rente. Den neutrale rente er det niveau for centralbankernes rente, der hverken virker ekspansivt eller kontraktivt for økonomien. Vurderinger af den neutrale rente er dog forbundet med stor usikkerhed, hvormed det er svært at definere, hvor langt den nuværende rente er over den neutrale rente.⁴ En anden indikator for, at pengepolitikken virker opstrammende, er, at udlån og dermed pengemængden er faldet betydeligt igennem det seneste år, i både USA og euroområdet, jf. *Dansk Økonomi, forår 2023*.

ECB forudsættes at fastholde renten til efteråret 2024

I nærværende prognose forudsættes det, at ECB har nået rentetoppen ved den nuværende indlånsrente på 4 pct. fra september 2023. Dette er i overensstemmelse med markedets forventning om, at der ikke vil komme yderligere renteforhøjelser. Der er imidlertid usikkerhed blandt både markedsaktører og prognosemagere om, hvor længe ECB vil opretholde renten på det nuværende niveau. Den aktuelle prognose lægger, i lighed med markedet, til grund, at ECB vil beholde renten uændret frem til efteråret 2024, hvorefter det forudsættes, at ECB langsomt vil sænke renteniveauet.

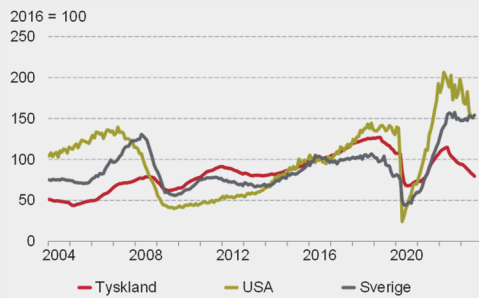
Centralbanker kan være nødt til at stramme mere end ventet

Det underliggende prispres er i øjeblikket højere end ECB's og Fed's målsætning om en inflation på 2 pct. En betydelig del af dette pres kan henføres til servicesektoren, hvor lønninger udgør en betydelig del af omkostningerne. Arbejdsmarkederne er fortsat stramme i mange lande, og selvom der flere steder er tegn på opblødning, er der fortsat et opadgående pres på lønningerne, jf. figur II.6 og figur II.7. Arbejdsmarkedet reagerer normalt med forsinkelse på rentestigninger, og særligt servicesektoren kan forventes at have en mere træg tilpasning til ændrede pengepolitiske renter, jf. senere i afsnittet. Det kan indebære en længere periode med inflation over centralbankernes målsætninger, selv hvis pengepolitikken er doseret passende til at nedbringe inflationen til målsætningen på mellemlang sigt. Flere centralbanker kan derfor muligvis se ind i et scenarie, hvor de på kort sigt enten må acceptere høj inflation – med risiko for at dette sætter sig i inflationsforventningerne – eller være nødsaget til at hæve renterne yderligere, hvilket risikerer at tvinge økonomien ud i et egentligt tilbageslag.

4) En beregning lavet af Federal Reserve Bank of New York vurderer, at den nuværende neutrale rente for euroområdet og USA aktuelt ligger mellem ½ og 1½ pct. Siden 2021 er vurderingen, at niveauet for den neutrale rente er steget omtrent ½ pct.point for euroområdet, jf. Federal Reserve Bank of New York (2023).

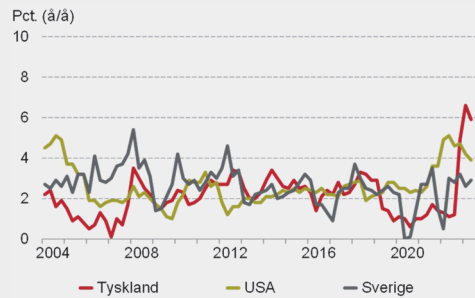
FIGUR II.6 KNAPHEDSINDEKS

Presset på arbejdsmarkedet er fortsat betydeligt, men har været aftagende i både USA og Tyskland de seneste måneder.



FIGUR II.7 LØNSTIGNINGER

Lønstigningerne er høje i flere lande, men er aftagende i specielt USA.



Anm.: Venstre figur viser antallet af ledige stillinger i forhold til antallet af ledige. For ledige stillinger anvendes OECD's opgørelse for alle lande, mens OECD's opgørelse af ledighed anvendes for Tyskland og Sverige. Ledigheden i USA stammer fra U.S. Bureau of Labor Statistics. Ledige stillinger er korrigeret for den underliggende trend, som formentlig skal ses i lyset af øget digitalisering. Lønstigninger i højre figur viser væksten i fremstillingsvirksomheder i forhold til samme kvartal året inden. Seneste observation er august for Tyskland og Sverige og juli for USA i venstre figur. Seneste observation er andet kvartal 2023 for højre figur.

Kilde: Macrobond, DA og egne beregninger.

RENTEFØLSOMHED MELLEM LANDE

Usikkerhed om effekt af rentestigninger

De allerede gennemførte stramninger af pengepolitikken forventes at have betydelige kontraktive effekter på den økonomiske aktivitet i mange lande, eftersom høje renter reducerer den samlede efterspørgsel. Der er dog stor usikkerhed forbundet med både størrelsen på disse effekter og på transmissionshastigheden fra den strammere pengepolitik. Usikkerhederne vedrørende transmissionstiden blev diskuteret i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Overordnet kan den fulde transmissionstid variere fra kort tid – fuld transmission på et år – til lang tid på op til fire år, jf. *Dansk Økonomi, forår 2023*. I det følgende fokuseres på mulige forskelle i størrelsen af rentegennemslaget på tværs af lande.

Rentestigninger kan reducere BNP i euroområdet med 3½ pct.

ECB skønnede i februar 2023, at de gennemførte stramninger af pengepolitikken kunne føre til en reduktion af BNP-væksten i euroområdet på ca. 2 pct.point i 2023 og 1½ pct.point i 2024, jf. Lane (2023).⁵ Dette estimat var baseret på beregninger fra en række forskellige økonomiske modeller, hvor resultaterne varierer betydeligt.⁶ Aktuelt er både de korte og lange renter steget en anelse mere, end der var forventet i februar 2023, hvilket betyder, at effekten kan blive større. Størrelsen på disse effekter er dog usikre, idet renten sjældent er blevet strammet så markant og hurtigt som nu, jf. figur II.5 tidligere i afsnittet. Der er yderligere usikkerhed forbundet med rentestigninger fra et negativt niveau; og effekterne kan være større, end når renten stiger fra et allerede positivt niveau.⁷

Rentefølsomheden afhænger af landespecifikke forhold

Modelberegningerne beror på en række forudsætninger om rentefølsomheden i euroområdet og er i sagens natur forbundet med usikkerhed. Blandt de betydningsfulde forudsætninger er den gennemsnitlige låne- henholdsvis branchesammensætning i euroområdet. I praksis varierer disse faktorer på tværs af lande, og rentefølsomheden i de enkelte lande kan derfor variere fra den gennemsnitlige rentefølsomhed i euroområdet. Disse forskelle på tværs af lande diskuteres nedenfor.

Større rentefølsomhed i lande med høj andel variabelt forrentede lån

I forhold til lånesammensætningen er husholdningerne i lande med overvejende variabelt forrentede lån mere sårbare overfor rentestigninger. Når renten stiger, øges renteudgifterne for de husholdninger, der har variabelt forrentede lån, hvilket alt andet lige reducerer deres disponible indkomst og sænker forbrugsniveauet. Eksempelvis er størstedelen af husholdningernes boliglån variabelt forrentede i Sverige samt i flere østeuropæiske økonomier, jf. figur II.8. Det øger alt andet lige rentefølsomheden i disse lande.

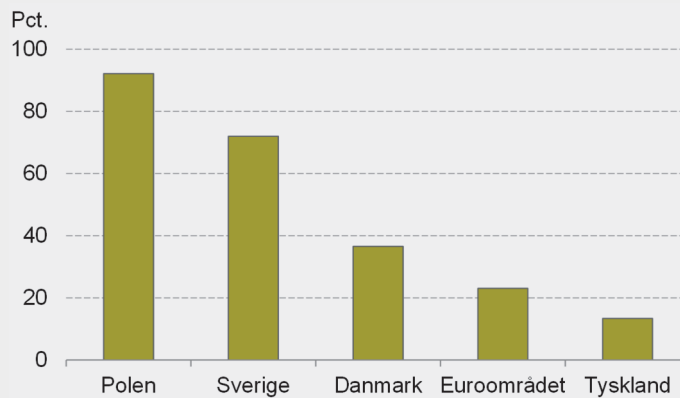
5) I beregningerne tager Lane (2023) højde for, at stramningerne af pengepolitikken har påvirket specielt de lange renter mere end blot rentestigningerne, da eksempelvis forward guidance og balancepolitik har haft mere betydning for de lange renter.

6) Modellerne varierer mellem ca. 1½ og ca. 8 pct. lavere BNP-niveau i 2024 som effekt af rentestigningerne, jf. Lane (2023).

7) I Lane (2023) diskuteres det, at der kan forekomme en ikke-linearitet i effekten af rentestigningerne, hvor de første rentestigninger havde en større effekt end de senere på grund af det initialt negative niveau for renten.

FIGUR II.8 VARIABELT FORRENTEDE BOLIGLÅN I EUROPA

Sverige har en relativt stor andel af variabelt forrentede boliglån, mens Tyskland har en relativt lille andel.



Anm.: Figuren viser den gennemsnitlige andel af variabelt forrentede boliglån blandt nye lån i perioden januar 2010 til juni 2023. Med variabelt forrentede lån menes lån, hvor rentefikseringsperioden er op til et år.

Kilde: ECB og egne beregninger.

Bankernes rentefølsomhed afspejler landespecifikke strukturer

Lånesammensætningen kan udover at påvirke den realøkonomiske aktivitet også påvirke den finansielle sektor og dermed landets rentefølsomhed. Banker i lande med overvejende fastforrentede udlån har alt andet lige en større risiko for, at værdien af deres udlån og kapitalbase falder ved stigende renter, jf. Hoffmann (2018). Dermed kan lande med fastforrentede lån alt andet lige have en højere renterisiko i banksektoren, jf. Hoffmann (2018). Banker i lande med overvejende variabelt forrentede udlån har ikke denne type af risiko, men er i højere grad udsat for risiko for tab i deres udlånsportefølje. Dette skyldes, at husholdninger i lande med overvejende variabelt forrente lån er mere rentefølsomme, som beskrevet tidligere, hvormed bankernes risiko afspejler rentefølsomheden i landet uden at være den egentlige årsag til rentefølsomheden.

Risikostyring og regulering reducerer rentefølsomhed

Bankernes risikostyring reducerer en del af den landespecifikke rentefølsomhed i det finansielle system på tværs af Europa. Heterogeniteten i renterisikoen mellem banker reduceres af bankernes brug af finansielle instrumenter, mens den samlede rentefølsomhed bliver overvåget og kontrolleret af den samme EU-regulering, jf. Hoffmann (2018).

Reguleringen af bankerne er udvidet betragteligt siden finanskrisen og tager højde for risikoen for rentestigninger. Ved den europæiske banktilsynsmyndigheds, EBA, seneste stresstest af det europæiske banksystem var resultatet, at det europæiske banksystem på tværs af lande generelt kan modstå et risikoscenarie med en svær recession og stigende renter, jf. EBA (2023). Samlet medfører finansiel regulering og robuste banker derfor, at de landespecifikke finansielle systemer næppe er en medvirkende årsag til heterogenitet i rentefølsomheden i Europa.

Servicesektoren er mindre rentefølsom

Som tidligere nævnt er branchesammensætning en anden faktor, der kan forklare heterogenitet i rentefølsomheden på tværs af lande. Heterogenitet i rentefølsomheden på grund af branchesammensætningen skyldes først og fremmest, at servicesektoren overordnet er relativt mindre rentefølsom end andre sektorer. Dette skyldes for det første, at servicesektoren i mindre omfang end eksempelvis fremstillingssektoren udfører større investeringer og projekter, hvor omkostningerne afhænger af renteniveauet. For det andet er efterspørgslen af serviceydelser mindre rentefølsom, da forbruget af særligt varige forbrugsgoder oftest delvist finansieres gennem lån, jf. Chiodo og Owyang (2003). Samlet trækker dette i retning af en mindre rentefølsomhed i lande med en stor servicesektor.

Produktion af varige goder er mere rentefølsomt, ...

Fremstillingssektoren er generelt mere rentefølsom end servicesektoren. Indenfor fremstillingssektoren kan der dog være forskelle i rentefølsomheden mellem virksomheder. Nyere forskning peger på, at rentestigninger kan påvirke virksomheder, der fremstiller varige goder, mere end virksomheder, der fremstiller ikke-varige goder.⁸ Et studie finder eksempelvis, at virksomheder, der producerer varige goder, sænker deres investeringer knap 50 pct. mere end virksomheder, der producerer ikke-varige goder, ved en uventet rentestigning, jf. Durante mfl. (2020).

... fordi efterspørgslen er mere rentefølsom

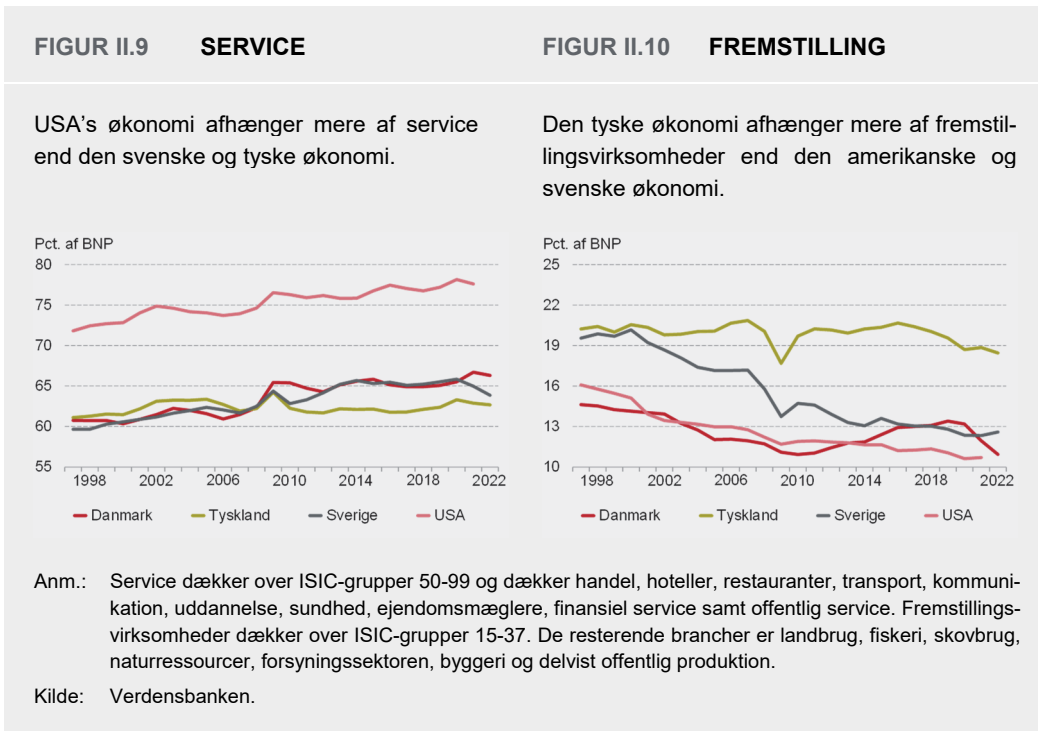
Årsagen til at virksomheder, der fremstiller varige goder, reagerer kraftigere på rentændringer end andre fremstillingsvirksomheder, er, at efterspørgslen af varige goder falder mere ved rentestigninger end efterspørgslen af andre goder. Efterspørgslen efter varige goder reduceres af to faktorer ved rentestigninger. For det første stiger omkostningerne ved køb af varige goder for både husholdninger og virksomheder, da købet ofte vil være delvist lånefinansieret. For det andet reagerer husholdninger på omkostningsstigninger, som øgede renteudgifter

8) Eksempler på varige goder er biler, møbler og hårde hvidevarer, men også maskininvesteringer for andre virksomheder.

eller høj inflation, ved at reducere deres køb af varige goder, idet husholdninger har en præference for i højere grad at beholde deres niveau for forbrug af ikke-varige goder og serviceydelse, jf. Coibion mfl. (2022).

USA har mindre rentefølsom branchesammensætning

På baggrund af den samlede branchesammensætning kan det forventes, at amerikansk økonomi er mindre rentefølsom end eksempelvis Tyskland og Sverige, da den mindre rentefølsomme servicesektor udgør godt 75 pct. af den amerikanske økonomi, mens servicesektoren udgør godt 60 pct. af den tyske og svenske økonomi, jf. figur II.9. Branchesammensætningen trækker endvidere i retning af, at tysk økonomi er mere rentefølsom end eksempelvis svensk økonomi, idet ca. 19 pct. af økonomien består af den mere rentefølsomme fremstillingssektor, hvilket er ca. 6 henholdsvis ca. 8 pct.point mere, end sektoren udgør i Sverige og USA, jf. figur II.10. Hertil kommer, at over 40 pct.⁹ af den tyske fremstillingssektor er fremstilling af transportudstyr og maskiner,¹⁰ herunder bilindustrien, dvs. brancher der fremstiller varige goder.



9) Sammenlignet med omtrent 33 og 25 pct. for Sverige henholdsvis USA.

10) Svarende til Verdensbankens ISIC branchekoder 29, 30, 32, 34 og 35.

**Rentefølsomheden
varierer mellem
lande**

Samlet kan både Tyskland og Sverige forventes at være relativt mere rentefølsomme end USA, men det kan tilskrives forskellige faktorer. For Tyskland er det specielt branchesammensætningen, som gør økonomien rentefølsom, mens det for Sverige i høj grad skyldes husholdningernes lånesammensætning, hvor en høj andel af boliglånene er variabelt forrentede. Dermed kan sammenlignelige rentestigninger få større realøkonomisk effekt for tysk og svensk økonomi end for amerikansk økonomi.

FORSKELLIG VÆKST PÅ DE DANSKE EKSPORTMARKEDER

**Udlandsvæksten
skønnes at blive
knap 1 pct. i år, ...**

Flere lande oplevede en periode med høj vækst og tiltagende kapacitetspres efter coronapandemien, men i løbet af det seneste år har flere lande haft omtrent stilstand i økonomien. Samlet er der udsigt til lav vækst på de danske eksportmarkeder med en vækst på knap 1 og ca. 1½ pct. i 2023 henholdsvis 2024, jf. boks II.1. Vækstudsigterne for de sammenvejede danske eksportmarkeder er omtrent uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2023*.

**... men dækker over
betydelig variation**

Den sammenvejede udlandsvækst dækker imidlertid over betydelige forskelle i konjunkturbilledet i de enkelte lande. I de fleste lande forventes stilstand og svag tilbagegang i aktivitetsniveauerne. For nogle lande indebærer dette en blød landing, mens andre lande aktuelt befinder sig under strukturelt BNP-niveau og kun gradvist forventes at nå op på et konjunktur neutralt niveau i løbet af de kommende år. Dermed kan danske eksportvirksomheders afsætningsvilkår variere betydeligt alt efter, hvilke lande de primært eksporterer til.

BOKS II.1 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTER

Prognosen for international økonomi i 2023-24 tager udgangspunkt i den seneste vurdering fra OECD i september 2023, jf. tabel A. Da der er tale om en såkaldt interim prognose, er der ikke skøn for alle Danmarks primære aftagerlande.^{a)} For de lande, som ikke er medtaget i OECD's prognose, tages der udgangspunkt i den senest tilgængelige prognose. For Holland og Polen tages der udgangspunkt i EU-Kommissionens prognose fra september 2023. For Sverige og Norge tages der udgangspunkt i nationale prognoser fra Konjunktutinstitutet (august 2023) hhv. Statistisk Sentralbyrå (september 2023). Frem mod 2030 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD fra 2021.

For Danmarks seks primære konkurrentlande^{b)} skønnes den sammenvæjede lønvækst på baggrund af de seneste Consensus-skøn fra september 2023 at blive knap 5 pct. i 2023 og knap 4 pct. i 2024. I 2022 var lønvæksten 3,3 pct.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på godt 80 dollars pr. tønde i både 2023 og 2024. Skønnene i 2023-24 er baseret på udviklingen i futures. Herefter tilpasses olieprisen frem mod det reale niveau i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie fra *World Energy Outlook 2022*.

ECB forudsættes at fastholde renten på det nuværende niveau på 4 pct. frem til efteråret 2024. Stats- og realkreditobligationerne forudsættes at falde i løbet af 2023 og 2024 i takt med, at markedet indpriser ECB's forventede sænkninger af renten. Niveauerne for renterne i 2030 er ændret i forhold til forårets prognose, så ECB's indlånsrente forventes at være 2 pct., og den danske tiårige statsobligation er 2,6 pct. Dette er et løft på 1,5 pct.point i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2023*. Renterne er justeret på baggrund af OECD nyeste mellemfristede prognose, jf. baggrundsnotatet.

- a) Danmarks ni primære aftagerlande er i prioriteret rækkefølge: Tyskland, USA, Sverige, Norge, Holland, Kina, Storbritannien, Frankrig og Polen.
- b) Danmarks seks primære konkurrentlande er: Tyskland, Frankrig, Storbritannien, Holland, Sverige og USA.

BOKS II.1 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTER, FORTSAT**TABEL A PROGNOSE FOR UDLANDSVÆKST OG RENTER**

	2022	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
Vækstskøn	----- Pct.-----				
Realvækst i aftagerlande	3,0	0,9	1,5	2,3	1,7
	----- Dollar pr. tønde -----				
Oliepris	101	82	82	87	107
Renteskøn	----- Pct.-----				
ECB's udlånsrente	0,1	3,3	3,9	3,0	2,0
Tysk tiårig statsobligation	1,2	2,4	2,4	2,4	2,5
Dansk tiårig statsobligation	1,4	2,7	2,6	2,6	2,6
Dansk 30-årig realkreditrente	3,8	4,9	4,9	4,5	4,4

a) 2030-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2025 til 2030 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2030.

Anm.: Landefordelte skøn for BNP-væksten fremgår af baggrundsnotatet. Niveauet for renterne er opgjort som årgennemsnittet.

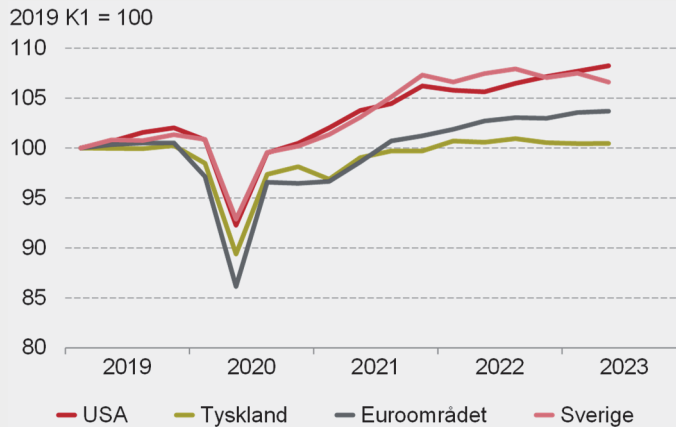
Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Fremgang i amerikansk økonomi, ...

Et af de lande, hvor der er fortsat fremgang, er USA, hvor væksten i de seneste kvartaler har været betydeligt højere end i euroområdet, jf. figur II.11. Fremgangen sker på trods af de markante rentestigninger, som den amerikanske centralbank har gennemført, og der er endnu ikke tydelige tegn på, at rentestigningerne for alvor er slået igennem på den økonomiske aktivitet. Arbejdsmarkedet er eksempelvis fortsat stramt med lav ledighed og mange ledige stillinger. Den fortsatte fremgang har overrasket prognosemagere, og vækstforventningerne for 2023-24 er på den baggrund opjusteret med ca. $\frac{3}{4}$ pct.point i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2023*. De fleste internationale prognosemagere forventer en blød landing for amerikansk økonomi med gradvist aftagende aktivitet i takt med, at rentestigningerne slår igennem på økonomien. Den forventede afmatning understøttes blandt andet af en række indikatorer, herunder faldende jobvækst samt fald i Purchasing Managers' Index (PMI) for både industrien og servicesektoren, jf. figur II.13 senere i afsnittet.

FIGUR II.11 BNP

Mens den tyske økonomi har haft stilstand de seneste kvartaler, er den amerikanske økonomi fortsat med at vokse.



Anm.: Figuren viser udviklingen i BNP for udvalgte økonomier relativt til økonomiens niveau i første kvartal 2022. Seneste observation er andet kvartal 2023.

Kilde: Macrobond.

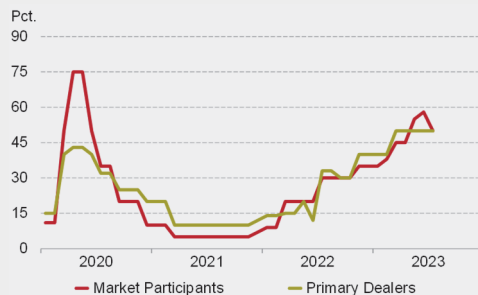
... men risiko for en recession i USA

Selvom den amerikanske økonomi i den nærværende prognose ikke skønnes at komme i egentlig recession, er risikoen ikke negligerbar. Mens den tyske og svenske økonomi allerede har gennemgået kvartaler med negativ vækst, er der endnu kun indikatorer, der peger på en tilsvarende svaghed i den amerikanske økonomi. Selvom BNP og arbejdsmarkedstal for amerikansk økonomi fortsat er stærke, vurderer både markedsdeltagere og prognosemagere dog, at sandsynligheden for recession om seks måneder er 50 pct., jf. figur II.12. Dette er også afspejlet i inverteringen af rentekurven, som historisk set har været et tegn på en forestående recession i USA, jf. figur II.13.¹¹

11) Den inverterede rentekurve kan dog være et svagere recessionstegn end tidligere. Dette skyldes, at centralbankernes opkøbsprogrammer har reduceret rentespreadet mellem korte og lange renter, hvormed kurven lettere inverterer, jf. eksempelvis *Dansk Økonomi, forår 2023*.

FIGUR II.12 SANDSYNLIGHED FOR RECESSION I USA OM SEKS MÅNEDER

Både markedsdeltagere og institutioner ser stigende sandsynlighed for en recession i USA.

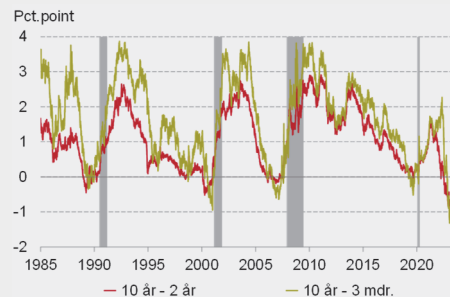


Anm.: *Primary dealers* er handelsmodparter til New York Fed i implementeringen af pengepolitikken. *Market Participants* er deltagere på markedet, oftest enten som investorer eller rådgivere. Den inverterede kurve viser forskellen mellem den 10-årige og 2-årige hhv. 3-måneders rente i USA. Perioder markeret med grå er en recession i USA efter NBER's definition. Seneste observation er juli 2023 i venstre figur og 25. september i højre figur.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

FIGUR II.13 INVERTERET RENTE-KURVE I USA

Rentekurven har været inverteret i mere end et år, hvilket historisk har været et tegn på en forestående recession.

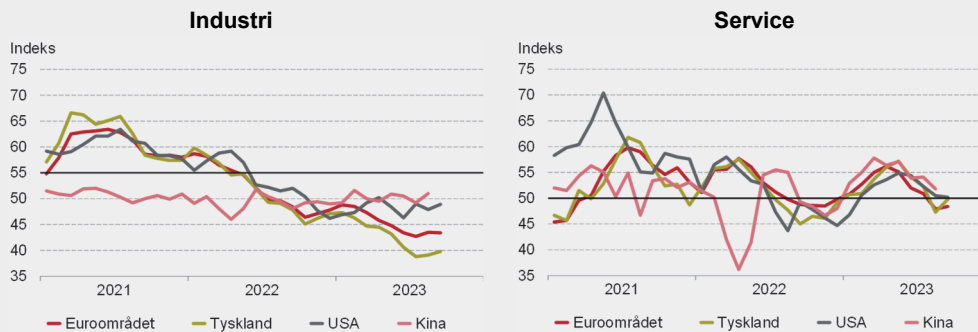


Tysk og svensk økonomi i stilstand

Mens der er fortsat fremgang i amerikansk økonomi og nogle europæiske lande, oplever andre europæiske økonomier stilstand eller let tilbagegang. På de danske eksportmarkeder har især den tyske og svenske økonomi i de seneste kvartaler oplevet stilstand henholdsvis direkte tilbagegang, jf. figur II.11. Udviklingen i disse lande skal formentlig ses i sammenhæng med den forventede højere rentefølsomhed i disse lande, jf. diskussionen ovenfor. I Tyskland er produktionen i industrien bremset op, og der udsigt til yderligere tilbagegang i industrien, hvilket medvirker til at dæmpe vækstudsigterne, jf. figur II.14. Tilbagegangen i industrien ses bredt på tværs af lande, men da den konjunkturfølsomme del af industrien fylder mere i tysk økonomi, kan dette være medvirkende til, at tysk økonomi er bremset mere, og tidligere, op end andre økonomier.

FIGUR II.14 PURCHASING MANAGERS' INDEX, PMI

Industriens PMI tyder på tilbagegang i flere lande, og specielt tysk industri viser tegn på tilbagegang. PMI for servicesektoren indikerer begyndende tilbagegang i servicesektoren i flere lande.



Anm.: Figureerne viser PMI fra S&P Global. PMI er et mål for indkøbschefernes vurdering af den økonomiske situation. For industri er vist det samlede PMI. For service er vist PMI for aktivitet i sektoren. Et indeks over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang). Seneste observation er september 2023, for andre lande end Kina. For Kina er seneste observation august 2023.

Kilde: Macrobond.

Begrænset vækst i Kina

Kinesisk økonomi genåbnede i starten af 2023 efter igennem længere tid at have været lukket ned som følge af nultolerancepolitikken overfor covid-19. Internationale prognosemagere forventede, at højere kinesisk efterspørgsel ville virke stimulerende på resten af den globale økonomi i 2023. Væksten i Kina har dog vist sig svagere end ventet, hvilket dæmper væksten i særligt lande med betydelige handelsforbindelser til Kina såsom Tyskland. Udviklingen i kinesisk økonomi er forbundet med betydelig usikkerhed, og flere indikatorer peger i retning af svag vækst i den kommende tid. Eksempelvis er ungdomsarbejdsløsheden steget til over 20 pct. i juni 2023, og det kinesiske boligmarked er præget af betydelige udfordringer med et markant fald i byggeriet på over 25 pct. i de første måneder af 2023. Statsejede banker i Kina har reageret ved at sænke renterne og lempe betingelserne for boliglån for at stimulere aktiviteten på boligmarkedet. Tilbageslaget på boligmarkedet har stor betydning i Kina, da byggesektoren udgør mere end 20 pct. af kinesisk økonomi, jf. Rogoff og Yang (2022).¹² Et nyere studie finder, at et fald på 20 pct. i byggebranchens produktivitet vil kunne medføre et fald på 5 til 10 pct. i kinesisk BNP i løbet af nogle år, jf. Rogoff og

12) Her tages højde for både den direkte værdi skabt af byggebranchen samt den indirekte værdi skabt igennem andre brancher, der forsyner eller servicerer byggebranchen.

Yang (2020). Potentielle effekter af lavere vækst i Kina for dansk økonomi diskuteres sidst i afsnittet.

RISIKOSCENARIER KAN STADIG MATERIALISERE SIG

Stadig betydelige nedadrettede risici

Overordnet er der i mange lande udsigt til en periode med lavere vækst end normalt, dog uden udsigter til en dyb recession. Der er fortsat en række nedadrettede risikofaktorer knyttet til udviklingen i den internationale økonomi, og det kan ikke afvises, at udviklingen bliver mere negativ end lagt til grund i prognosen. Ligesom i *Dansk Økonomi, forår 2023* knytter en betydelig del af usikkerhederne sig til de realøkonomiske konsekvenser af rentestigningerne. Usikkerheden herom er dog mindsket, da en større del af rentestigningerne er blevet transmitteret til realøkonomien, og da det i høj grad ventes, at rentetoppen er nået. Ydermere er der fortsat usikkerhed om energiprisudviklingen samt risiko for lavere kinesisk vækst.

Rentestigninger kan slå hårdere igennem

I forhold til konsekvenserne af rentestigningerne er der usikkerhed om, hvor hurtigt og kraftfuldt rentestigningerne slår igennem. Hvis rentegennemslaget sker langsommere, end centralbankerne lægger til grund, er der en risiko for, at centralbankerne vælger at stramme pengepolitikken yderligere for at dæmpe efterspørgslen og få inflationen under kontrol. Som nævnt i Lane (2023) kan stramningen af pengepolitikken medføre en reduktion i BNP på mere end 3 pct. Skønnet var dog baseret på et medianskøn af flere modeller og er derfor usikkert. Der er dermed risiko for, at renterne slår hårdere igennem på realøkonomien end ventet af centralbankerne.

Pres på lande med høj gæld

Den offentlige gæld steg i de fleste lande under coronapandemien, hvilket skyldtes, at mange lande på forskellig vis valgte at understøtte økonomien og tilføre ressourcer til sundhedssystemet. Den højere gæld har i kombination med stigende renter bidraget til stigende renteudgifter. Det øger alt andet lige risikoen for en gældskrise, som man eksempelvis så i euroområdet i 2011, hvor der opstod tvivl om en række landes mulighed for at servicere gælden. Gældsstigningen har været særligt mærkbar i lande med en i forvejen høj gæld, såsom Grækenland og Italien. I USA er gældsniveauet også vokset markant, og også her har dette i kombination med de højere renter medført, at renteudgifterne er steget som andel af BNP. Dette har været en medvirkende årsag til, at USA's kreditvurdering blev sænket i 2023 af Fitch Ratings.

Risiko for energimangel til vinter

Energipriserne er faldet betydeligt siden slutningen af 2022. En af de medvirkende årsager til prisfaldet var den milde vinter i Europa, hvor efterspørgslen efter energi var lavere end normalt. På trods af de nuværende relativt lave energipriser er der stadig en risiko for stigende energipriser og energimangel til vinter. Før Ruslands invasion af Ukraine leverede Rusland størstedelen af det europæiske gasforbrug, hvorimod en betydelig del af gasforbruget nu sejles ind som flydende naturgas (LNG), hvilket øger omkostningerne og dermed prisen. Det er forbundet med usikkerhed, om forsyningen af LNG kan følge med stigende efterspørgsel, hvilket risikerer at føre til højere gaspriser – en tendens der vil blive forstærket, hvis vinteren bliver koldere end normalt. Risikoen for en kold vinter forstærkes af vejrfænomenet El Niño, som potentielt kan medføre en koldere vinter end normalt i Europa, hvormed energiefterspørgslen stiger, jf. Castro (2023). Risikoen for energimangel og energiprisstigninger er allerede til dels synlig i stigende priser på futures på energimarkedet, jf. tidligere viste figur II.3, men yderligere stigninger vil føre til et fald i realindkomsten og kan potentielt indebære forværrede udsigter for væksten.

Risiko for vækstnedgang i Kina, ...

Som tidligere nævnt står kinesisk økonomi i øjeblikket overfor en række udfordringer specielt på boligmarkedet. Hvis uroen materialiserer som en større vækstnedgang i Kina, kan det få betydelige konsekvenser for såvel den internationale som den danske økonomi. En vækstnedgang i Kina ville implicere en lavere efterspørgsel efter goder, som importeres fra blandt andet Danmark. I 2019 gik omkring 5 pct. af den danske eksport til Kina, og Kina aftog mere end 7 pct. af den tyske eksport; dette er over EU's gennemsnit på omtrent 2½ pct. Dermed er Danmark og Tyskland relativt mere sårbare overfor en vækstnedgang i kinesisk økonomi end andre europæiske lande. Kinas betydning er reelt endnu større, da en del af eksporten fra både Tyskland og Danmark består af input, som senere indgår i produkter, andre lande eksporterer til Kina. Hvis den kinesiske økonomi eksempelvis oplever en kortvarig vækstnedgang på 1 pct.point, kan det medføre en reduktion på omkring ¼ pct.point af den danske BNP-vækst, jf. Nationalbanken (2023a).

... hvilket kan reducere dansk BNP ...

... og medføre øget global finansiel uro

I takt med at den kinesiske økonomi er blevet en større del af den globale økonomi, betyder Kina også mere for det globale finansielle system. Udover de direkte realøkonomiske konsekvenser, vil en kinesisk afmatning derfor også indebære en risiko for øget uro i det globale finansielle system. Øget international finansiel uro kan indebære en periode med strammere finansielle vilkår – herunder stigende renter – men også usikre råvarepriser globalt, jf. eksempelvis Nationalbanken

(2023a) og Ahmed (2019).¹³ Førnævnte analyse fra Nationalbanken finder, at hvis der tages højde for Kinas betydning for det finansielle system, kan en vækstnedgang i Kina have større negative konsekvenser for danske økonomi. I tilfælde af øget global finansiell uro, vil effekten af et fald på 1 pct. i Kina på dansk BNP fordobles, så dansk BNP reduceres med omtrent ½ pct.point.

II.3

AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

Indhold i afsnittet

Dette afsnit beskriver konjunktursituationen i dansk økonomi og fremskrivningen frem mod 2030. Afsnittet indledes med en diskussion af medicinalindustriens betydning for udviklingen i dansk økonomi, hvorefter den realøkonomiske del af prognosen for de kommende år præsenteres. Herefter beskrives udsigterne for inflationen henholdsvis boligmarkedet. Sidst i afsnittet diskuteres, hvordan beskæftigelsen kan tænkes at udvikle sig de kommende år. Herudover beskrives de seneste års tilgang af arbejdskraft fra udlandet, herunder hvad dette betyder for vurderingen af kapacitetspresset i økonomien.

DANSK ØKONOMI I TO TEMPI

I Danmark ses forventet afmatning ikke i samlet BNP

Forventningen blandt mange prognosemagere har i en rum tid været, at der var udsigt til en afdæmpning af den økonomiske aktivitet i såvel Danmark som udlandet som følge af stor usikkerhed, høj inflation og høje renter. I *Dansk Økonomi, efterår 2022* var forventningen eksempelvis, at der var udsigt til omtrent tre års vækstpause i Danmark. BNP er imidlertid fortsat med at vokse, og den ventede afdæmpning ses endnu ikke tydeligt i den samlede BNP-udvikling, jf. figur II.15.

Dansk BNP-fremgang er drevet af medicinalindustri

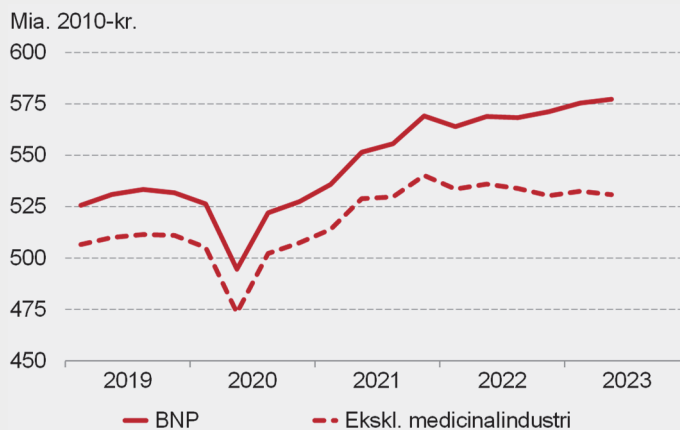
Medicinalindustrien har gennem et stykke tid udviklet sig mere positivt end den øvrige industri og har drevet en betydelig del af væksten, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2023*. Denne tendens er fortsat henover sommeren. Medicinalbranchen udgør med en andel i 2022 på ca. 7½ pct. af samlet BVT og knap 1 pct. af den samlede beskæftigelse en relativt begrænset andel af økonomien. Den markante produktionsfremgang i branchen igennem 2022 og første halvdel af 2023 betyder

13) Priserne for flere råvarer, herunder især olie og visse metaller, ville også kunne forventes at falde globalt, jf. Lodge mfl. (2023).

imidlertid, at branchen skønnes at drive BNP-væksten i perioden, jf. figur II.15. I den resterende del af økonomien skønnes der at have været omtrent stilstand i aktiviteten siden begyndelsen af 2022. På den vis udvikler dansk økonomi sig aktuelt i to forskellige tempi. Udviklingen ekskl. medicinalindustrien er mere på linje med udviklingen i andre europæiske lande og stemmer bedre overens med den konjunkturafmatning, man ville forvente i kølvandet på de energiprisstigninger og pengepolitiske stramninger, der er gennemført det seneste år.

FIGUR II.15 BNP-UDVIKLING

BNP er fortsat stigende, men fremgangen skønnes at kunne henføres til medicinalindustrien.



Anm.: Beregningen af BNP ekskl. medicinalindustrien beror på egne beregninger, jf. baggrundsnotatet. Beregningen korrigerer kun for det direkte BVT-bidrag fra medicinalindustrien. Det samlede bidrag til dansk økonomi er dog større, idet branchen køber varer og tjenesteydelser fra andre dele af økonomien. Seneste observation er andet kvartal 2023.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Medicinalindustrien adskiller sig fra andre dele af økonomien

Medicinalindustrien skiller sig ud fra andre dele af dansk økonomi ved, at en stor del af produktionen foregår i udlandet med relativt få danske beskæftigede, hvorved den opgjorte timeproduktivitet er høj, jf. boks II.2.¹⁴ Samtidig er salget af mange medicinalprodukter relativt uafhængig af konjunktursituationen. Det gælder også det seneste år, hvor

14) Timeproduktiviteten er ligeledes meget høj – og andelen af den samlede beskæftigelse meget lav – i for eksempelvis nordsøproduktion, energiforsyning og søfart.

den usædvanligt kraftige fremgang i medicinalindustriens produktion skal ses i sammenhæng med Novo Nordisks succes med diabetesmedicinen Ozempic og slankemidlet Wegovy.

BOKS II.2 MEDICINALINDUSTRIEN, UDENLANDSK PRODUKTION OG M&P

Medicinalindustrien er blandt andet kendetegnet ved, at en betydelig del af produktionen foregår i udlandet, jf. Danmarks Statistik (2023). Værditilvæksten fra denne produktion indregnes i branchens samlede BVT og opgøres ikke separat i nationalregnskabet. I udenrigshandelsstatistikken er det muligt at opgøre den samlede værdi af danske virksomheders udenlandske aktiviteter (såkaldt M&P, jf. nedenfor). Omfanget af disse aktiviteter er også steget betydeligt de seneste år, jf. baggrundsnotatet, men det er på baggrund af de officielle statistikker ikke muligt at opgøre, hvor stor en andel der kan henføres til medicinalindustrien. Der formodes dog at være et betydeligt overlap. Kapitlets korrektioner for medicinalindustriens betydning for BNP henholdsvis M&P's betydning for eksport samt strukturel produktivitet skal derfor ses som to sider af samme sag.

Danske virksomheders udenlandske aktiviteter betegnes ofte merchanting og processing (M&P), jf. eksempelvis *Produktivitet, 2020*. Merchanting og processing forekommer, når en dansk virksomhed køber eller får fremstillet varer i udlandet og derefter sælger dem, uden at varerne krydser den danske grænse.

Tidligere har betegnelsen "BVT skabt i udlandet" været anvendt om danske virksomheders udenlandske aktiviteter. Det kan dog være et misvisende udtryk, da værdiskabelsen oftest kan knyttes til aktiviteter i Danmark, eksempelvis dansk forskning og udvikling. Værditilvæksten henføres derfor som udgangspunkt til Danmark (som det sker i nationalregnskabet), selvom en del af selve produktionen sker i udlandet. I nærværende rapport betegnes aktiviteterne derfor i stedet M&P.

Såfremt de seneste års usædvanlige produktionsfremgang i medicinalindustrien i et vist omfang skal ses som afkastet af forskning og udvikling, kan værditilvæksten være foregået over en længere periode, hvor det dog er indregnet i BVT til en lavere værdisætning (i form af omkostningerne), end det senere viser sig, at udviklingen er værd. Såfremt patentet i stedet var solgt efter endt udvikling, ville dansk BNP blive revideret op i den årrække, hvor udviklingsindsatsen var foregået, såfremt salgsværdien var højere end omkostningerne. Det opgjorte niveau for værditilvæksten i medicinalindustrien må på den baggrund formodes at være retvisende i 2022-23, mens væksten i særligt 2022 ikke nødvendigvis er det, da en del af værditilvæksten formentlig burde være tilskrevet den periode, hvor udviklingsindsatsen er foretaget.

BNP ekskl. medicinalindustrien styrker forståelse af konjunktursituation

Medicinalindustriens produktion er oplagt en del af samlet dansk produktion, og højere medicinalproduktion vil normalt medføre bedre brugsmuligheder og højere skatteindtægter i Danmark. Beregningen ekskl. medicinalindustrien er derfor ikke udtryk for, at det er mere retvisende at opgøre BNP på denne måde. Men opgørelsen bidrager til at styrke forståelsen af sammenhængene i økonomien, især når det gælder vurderingen af arbejdsmarkedet og kapacitetspresset. Hertil kommer, at opgørelsen af bidraget fra medicinalindustrien disse år er relevant i vurderingen af, hvor meget det underliggende produktionspotentiale og eksporten er øget, jf. baggrundsnotatet.

REALØKONOMISK PROGNOSE FOR DE KOMMENDE ÅR

Omtrent stilstand i økonomien ekskl. medicinalindustrien

Det forventes, at afmatningen i økonomien ekskl. medicinalindustrien fortsætter med omtrent stilstand i produktionen i år og næste år, efterhånden som mange virksomheder mærker konsekvenserne af lavere vækst i udlandet samt højere finansierings- og medarbejderomkostninger. Det understøttes af indikatorer for virksomhedernes forventninger, hvor byggeriets forventninger ligger på et fortsat lavt niveau, og både industrien og servicesektoren melder om tiltagende mangel på efterspørgsel. Prognosen minder på den vis om den vækstpause, der var forventningen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, når udviklingen ekskl. medicinalindustrien betragtes.

BNP ventes samlet at stige ca. 1¼ pct. i år og ca. 1¼ pct. i 2024

Medicinalindustriens produktion er vokset betydeligt i første del af 2023, og det forudsættes, at denne fremgang fortsætter, omend i et mere afdæmpet tempo i resten af 2023 og i 2024. Medicinalindustriens produktion løfter derfor BNP-væksten i år til ca. 1¼ pct., jf. tabel II.2. Det er en højere vækst end ventet i *Dansk Økonomi, forår 2023*, da medicinalindustrien har trukket produktionen markant op. Næste år er der forudsat et mindre bidrag fra medicinalindustrien, men her bidrager genåbningen af Tyrafeltet i Nordsøen positivt til BNP-væksten, som ventes at blive ca. 1¼ pct.

Svag udvikling i store dele af eksporten

Store dele af dansk eksport har udviklet sig afdæmpet det seneste år i tråd med den udvikling, der har fundet sted på de danske eksportmarkeder. Denne udvikling ventes at fortsætte i den resterende del af 2023 og 2024, hvor der er udsigt til forringede afsætningsmuligheder på de danske eksportmarkeder, herunder særligt Sverige og Tyskland, jf. afsnit II.2 og boks II.3.

TABEL II.2 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN

	2022	2022	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
	Mia. kr.	Realvækst, pct.				
Privat forbrug	1.225	-1,4	0,0	1,2	2,4	3,4
Offentligt forbrug	617	-2,8	2,0	2,2	1,5	1,2
Offentlige investeringer	89	0,3	3,7	0,9	2,6	1,4
Boliginvesteringer	148	-8,5	-13,0	-2,0	1,7	3,7
Erhvervsinvesteringer	379	9,4	-4,1	-2,4	-0,6	1,1
Lagerændringer	61	0,4	-1,6	0,0	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.517	-0,3	-2,6	0,7	1,7	2,4
Eksport	1.983	10,8	9,6	3,1	1,9	1,8
Import	1.668	6,5	4,6	2,6	3,9	4,0
Bruttonationalprodukt	2.832	2,7	1,7	1,3	0,6	1,1
BVT, private byerhverv	1.564	5,7	4,0	0,8	0,6	1,0
	1.000 pers.	Ændring i 1.000 pers.				
Strukturel arbejdsstyrke	3.071	30	32	4	0	4
Arbejdsstyrke	3.124	84	45	-13	-23	-2
Beskæftigelse	3.059	112	37	-20	-27	-4
		1.000 pers.				
Bruttoledighed		76	84	93	102	119
		Pct.				
Beskæftigelsesgap		2,9	3,0	2,2	1,3	0,0
Forbrugerpriser		7,5	3,8	2,6	1,7	1,4
Timelønsomkostninger		3,5	4,5	5,9	4,6	3,3
Kontantpris på enfamiliehuse		0,5	-2,5	1,0	3,8	4,7
Timeproduktivitet, private byerhverv		0,4	3,0	2,2	2,2	1,4
30-årig dansk realkreditrente		3,8	4,9	4,9	4,5	4,4
		Pct. af BNP				
Betalingsbalancen		13,5	12,3	13,4	12,6	7,4

a) Den sidste søjle viser niveauet i 2030 for ledighed, beskæftigelsesgap, rente og betalingsbalance. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2025 til 2030.

Anm.: Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse i pct. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. Lagerinvesteringer angiver vækstbidraget til BNP. Renten er angivet som årsgennemsnit.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

BOKS II.3 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renterne og finanspolitikken. Prognosen bygger på første offentliggørelse af nationalregnskabet for andet kvartal 2023 fra d. 31. august 2023, samt diverse indikatorer, der rækker ind i tredje kvartal. Prognosen er udarbejdet ved brug af De Økonomiske Råds sekretariats model SMEC, jf. Grinderslev og Smidt (2023).

Udland og finansielle forhold

Det lægges til grund for prognosen, at den sammenvejede BNP-vækst i de primære danske aftagerlande bliver knap 1 pct. i 2023 og ca. 1½ pct. i 2024. Desuden lægges det til grund, at den sammenvejede lønvækst blandt Danmarks konkurrentlande bliver ca. 5 pct. i 2023 og knap 4 pct. i 2024. Det forudsættes, at ECB ikke sætter renten yderligere op, så den ved udgangen af året fortsat er 4 pct. Det forudsættes yderligere, at ECB vil begynde at sænke renten i efteråret 2024. Den effektive 30-årige danske realkreditrente forudsættes at falde en smule, så den er omtrent 4¾ pct. ultimo 2023, hvorefter den antages at falde gradvist frem mod 2030 til godt 4¼ pct. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i september 2023. Olieprisen forudsættes at have et årsniveau på godt 80 dollar i 2023 og 2024. Forudsætningerne om international økonomi er nærmere beskrevet i afsnit II.2.

Offentlige finanser

Prognosen lægger den vedtagne politik til grund, og herudover indarbejdes den foreslåede finanspolitik, som den er præsenteret i forslag til finanslov for 2024 og udgiftslofter for 2024-27. For de offentlige finanser efter 2027 følges et beregningsteknisk forløb, hvor det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb. Forudsætningerne for fremskrivningen af de offentlige finanser er nærmere beskrevet i afsnit II.4.

Strukturelle niveauer

Fremskrivningen frem mod 2030 bygger på en forudsætning om, at dansk økonomi gradvist tilpasser sig det strukturelle aktivitetsniveau, som hovedsageligt er bestemt af strukturel beskæftigelse og strukturel produktivitet. Strukturel beskæftigelse er baseret på en arbejdsstyrkefremskrivning fra DREAM's socioøkonomiske fremskrivning samt en antagelse om uændret strukturel ledighedsrate, mens strukturel produktivitet bygger på en videreførsel af de historiske tendenser i totalfaktorproduktivitet og KL-forhold. Den væsentligste ændring i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2023* er indarbejdelse af en fortsat stigning i 2022-23 i andelen af BVT skabt ved M&P, hvilket indebærer et strukturelt løft i BVT-niveauet i private byerhverv på ca. 3 pct. Beregningen af de strukturelle niveauer er nærmere beskrevet i baggrundsnotatet.

**Høj
medicinaleksport ...**

Udviklingen i den samlede eksport præges på samme måde som den samlede BNP-udvikling af en ekstraordinær udvikling i medicinalindustrien. Det skyldes, at en stor del af medicinalproduktionen eksporteres. Udviklingen i medicinalindustrien er som tidligere nævnt i vidt omfang uafhængig af konjunktursituationen, og den betydelige stigning i

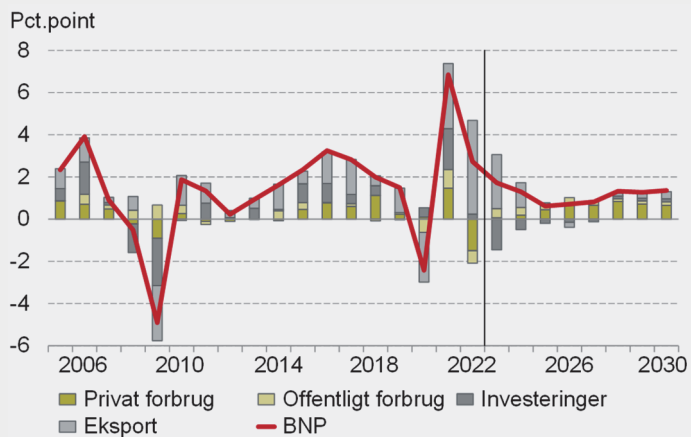
medicinaleksporten bidrager derfor til at løfte den samlede eksport markant. Det er medvirkende til, at dansk eksport det seneste år er steget betydeligt mere, end aktivitetsfremgangen i udlandet isoleret set ville tilsige, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2023*. En del af medicinal-eksporten krydser aldrig den danske grænse – såkaldt merchanding og processing (M&P), jf. boks II.2.

... løfter samlet eksport

Det ekstraordinære vækstbidrag fra medicinalproduktion forudsættes at ophøre i 2024, hvor genåbningen af Tyrafeltet til gengæld øger nord-søproduktionen og dermed energiekporten. Samlet ventes eksporten at stige godt 9½ pct. i år og ca. 3 pct. i 2024. Dermed bidrager eksporten til at løfte BNP-væksten særligt i 2023, men også i 2024, jf. figur II.16. Frem mod 2030 ventes de ekstraordinære vækstbidrag fra eksporten at aftage, men eksportniveauet skønnes at være permanent højere som følge af et højere niveau for M&P.

FIGUR II.16 IMPORTRENSEDE VÆKSTBIDRAG

Eksporten trak BNP-væksten op i 2022 og forventes ligeledes at holde BNP-væksten oppe i 2023-24. Omvendt bidrager investeringerne negativt i 2023-24, hovedsageligt som følge af en forudsat normalisering af lagrene fra 2022 til 2023.



Anm.: Figuren viser vækstbidragene til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Den lodrette streg markerer overgang til prognosen.

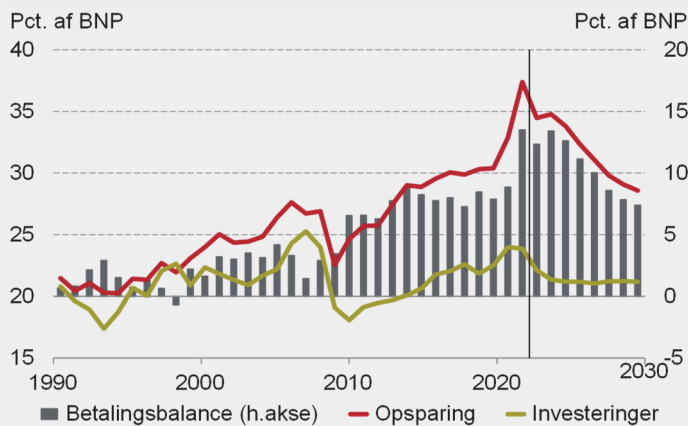
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og ADAM's databank og egne beregninger.

**Betydeligt
overskud på
betalingsbalancen ...**

Siden 1990, hvor årtiers betalingsbalanceunderskud blev vendt til et overskud, har der været tendens til stigende overskud. Sidste år var overskuddet rekordhøjt og udgjorde 13,5 pct. af BNP. Det overstiger dermed klart EU's vejledende grænseværdi på højst 6 pct. af BNP.¹⁵ Der forventes også et højt overskud de førstkomende år, hvorefter overskuddet ventes at aftage til omkring 8 pct. af BNP, som har været niveauet i en periode inden de seneste års stigning, jf. figur II.17.

FIGUR II.17 BETALINGSBALANCE

Stort betalingsbalanceoverskud skyldes høj opsparing.



Anm.: Betalingsbalancen er definatorisk lig med opsparingen minus investeringerne i privat og offentlig sektor.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**... skyldes blandt
andet søfart og M&P**

Søfart har gennem en længere årrække bidraget med ca. 3 pct. af BNP til betalingsbalancen, og i 2021-22 var en væsentlig del af overskuddet på betalingsbalancen drevet af søfart. Bidraget fra søfart var ca. 9½ pct. af BNP i 2022. I starten af 2023 er bidraget reduceret, og det forudsættes, at søfartsbidraget reduceres yderligere de kommende par år til et mere normalt niveau. Bidraget fra energi øges med knap 1 pct.

15) Betalingsbalancen er en blandt flere indikatorer i EU's Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard (MIP), som er en overvågningsprocedure for forebyggelse og korrektion af makroøkonomiske ubalancer blandt ØMU-landene. MIP er en del af det finanspolitiske rammeværk i finanspagten, som Danmark har valgt at tilslutte sig. MIP indeholder en resultattavle med indikatorer for de enkelte lande med tilhørende vejledende grænseværdier for de enkelte ubalancer. De vejledende grænseværdier for betalingsbalancen (regnet som et treårs gennemsnit) er mellem -4 og +6 pct. af BNP.

af BNP, når Tyræfeltet forventeligt genoptager produktionen i 2024. En tredje særlig betydende faktor for overskuddet på betalingsbalancen er M&P, som har givet et tiltagende bidrag til betalingsbalancen; fra mindre end 1 pct. af BNP i 2005 til omkring 4 pct. af BNP i årene 2015-21, og nu øget til godt 6 pct. af BNP i første halvår af 2023, jf. baggrundsnotatet. Dette bidrag forudsættes opretholdt gennem fremskrivningsperioden. Den seneste stigning i M&P hænger som tidligere nævnt sammen med den kraftige stigning i medicinalindustriens produktion, hvoraf en betydelig del foregår i udlandet.

Øget opsparing kan skyldes M&P

Betalingsbalancen kan også ses som et lands opsparing minus udgiften til reale investeringer. Investeringerne har svinget omkring 20 pct. af BNP gennem de seneste 30 år, mens opsparingen er øget markant de seneste 10-15 år i takt med det stigende betalingsbalanceoverskud, jf. figur II.17. At opsparingen er øget markant, mens investeringerne ikke er øget, skal ses i lyset af, at M&P har udgjort en stigende andel af BNP. Der er tale om produktion (og indkomst), hvor der kun i begrænset omfang benyttes dansk arbejdskraft og kapital. På baggrund heraf er både lønkvote og kapitalkvote for de private byerhverv nedjusteret, jf. baggrundsnotat.

Højere renter dæmper væksten i det private forbrug ...

Det private forbrug var ligesom økonomien ekskl. medicinalindustrien præget af høje renter og høj inflation, og forbruget var omtrent uændret i første halvår af 2023. I den resterende del af 2023 forventes fortsat stilstand i forbruget. Det hænger blandt andet sammen med det højere renteniveau, der gradvist slår igennem på husholdningernes disponible indkomst. Det sker dels gennem højere renteudgifter på variabelt forrentede lån, dels gennem dyrere lånefinansieret forbrug. Effekten af det direkte rentegennemslag på husholdningernes disponible indkomst forventes at være tiltagende i resten af 2023 for derefter at flade ud i 2024, jf. Nationalbanken (2023b). Det højere renteniveau forventes dermed fortsat at dæmpe forbruget i 2024, men den afdæmpende effekt modvirkes i stigende grad af forventede højere lønstigninger i den resterende del af 2023 og i 2024. Samlet skønnes derfor nulvækst i det private forbrug i 2023 efterfulgt af en moderat stigning på ca. 1¼ pct. i 2024. Forbrugskvoten ligger aktuelt på et meget lavt niveau, jf. baggrundsnotatet. Frem mod 2030 forudsættes den gradvist normaliseret, hvilket indebærer højere forbrugsvækst i 2025-30, og dermed er vækstbidraget fra det private forbrug omtrent på samme niveau som i den historiske periode, jf. figur II.16.

... og reducerer investeringerne

Det højere renteniveau har også sat sig i boliginvesteringerne, der faldt betydeligt i første halvår af 2023. Bunden ventes omtrent nået, men som følge af det allerede indtrufne fald, ventes boliginvesteringerne at falde med ca. 13 pct. i år. Det er et større fald end i forårets prognose,

hvilket primært skyldes et større end forudsat fald igennem 2022, jf. senere i afsnittet. Der er ligeledes tegn på afmatning i erhvervslivets bygningsinvesteringer, som dog synes at reagere langsommere på rentestigningerne end boliginvesteringerne. Denne udvikling bidrager samlet set til at trække erhvervsinvesteringerne ned i 2023 og forventes endvidere at dæmpe væksten i investeringerne i 2024 og 2025.¹⁶ Samlet skønnes erhvervsinvesteringerne at falde med godt 4 pct. i 2023 og ca. 2½ pct. i 2024. Den svage investeringsudvikling ventes at bidrage til et fald i investeringskvoten, ligesom det normalt ses i et konjunkturtilbageslag, jf. baggrundsnotatet.

Normalisering af lagerændringer bidrager negativt til BNP i 2023

Virksomhedernes lagerinvesteringer var ifølge Danmarks Statistiks nationalregnskab (efter revisionen 30. juni 2023) ekstraordinært store i 2021 og 2022. Det kan i et vist omfang formentlig tilskrives udfordrede forsyningskæder i kølvandet på coronapandemien, men lageropbygningen er højst udsædvanlig og markant større end set tidligere. Udviklingen bør derfor tolkes med forsigtighed. Lagerudvidelsen bidrog positivt til BNP-væksten i 2021, og var omtrent neutral for væksten i 2022, hvor niveauet fortsat var højt. Nationalregnskabets opgørelser af lagrene i begyndelsen af 2023 tyder på en normalisering og dermed et markant fald i forhold til 2022. Det indebærer et betydeligt negativt bidrag til BNP-væksten i 2023, jf. tabel II.2.

INFLATIONSUDSIGTERNE

Eksternt prispres aftaget siden efteråret 2022

Den høje inflation i 2021 og 2022 var i høj grad forårsaget af eksterne faktorer, herunder særligt stigende priser på energi, import og uforarbejdede fødevarer. Den ekstraordinært høje inflation toppede i oktober 2022 med en stigning på 10,3 pct. i nettoprisindekset. Siden har priserne på import og fødevarer stabiliseret sig, mens energipriserne er faldet betydeligt. I de seneste måneder har primært energiprisudviklingen bidraget negativt til inflationsudviklingen i Danmark, hvilket dog udlignes af et begyndende indenlandsk prispres. Det medførte samlet set, at nettoprisinflationen aftog til 2,8 pct. i august 2023, jf. figur II.18.

Energipriser trækker inflationen ned

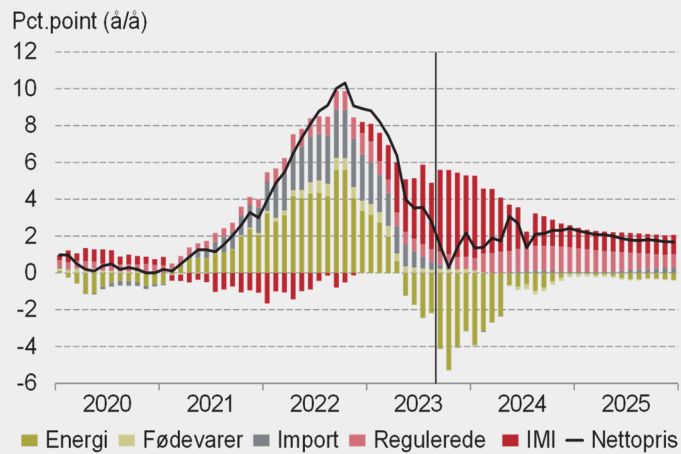
Figur II.18 viser en dekomponering af den historiske og forventede udvikling i nettoprisindekset. I de kommende måneder ventes nettoprisinflationen at falde yderligere, og på årsniveau ventes en inflation på godt 4 pct. i 2023. Den lavere inflation i andet halvår 2023 kan især tilskrives et negativt bidrag fra energipriserne, der for et år siden lå på

16) Et patentkøb i 2022 medførte en ekstraordinær høj vækst i erhvervsinvesteringerne sidste år. En tilbagevenden til et mere normalt investeringsniveau trækker ned i erhvervsinvesteringerne i begyndelsen af 2023 og bidrager til faldet i år.

et højere niveau. En betydelig del af det negative bidrag fra energipriserne skyldes således en prisudvikling, der allerede er sket, dvs. såkaldte basiseffekter.

FIGUR II.18 SKØNNET INFLATIONSUDVIKLING

Nettoprisinflationen er aftaget siden toppunktet i efteråret 2022 og forventes at aftage yderligere til et gennemsnitligt årsniveau på godt 4 pct. i 2023 og ca. 2 pct. i 2024 og 2025.



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til nettoprisinflationen. IMI er en forkortelse for indenlandsk markedsbestemt inflation. Dekomponeringen er beskrevet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Seneste observation er august 2023.

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

Forholdsvis stabil udvikling i import- og fødevarerpriser

Energipriserne forventes med udgangspunkt i prisudviklingen for futures at ramme et forholdsvis stabilt niveau i andet halvår af 2023 og 2024. Det medfører et gradvist bortfald af negative basiseffekter fra energipriserne i løbet af 2024. De lavere energipriser forventes samtidigt at reducere europæiske producentpriser og globale fødevarerpriser. Det har en afsmittende effekt på prisudviklingen for henholdsvis importvarer og uforarbejdede fødevarer i Danmark, hvilket samlet set skønnes at resultere i et lavt inflationsbidrag fra import- og fødevarerpriser frem til slutningen af 2025.

**Indenlandsk
prispress holder
inflationen oppe**

Mens lavere energipriser siden maj har trukket inflationen ned, er det indenlandske prispress taget til i styrke. Det ses af stigningen i indenlandsk markedsbestemt inflation (IMI)¹⁷ og regulerede priser fra maj til august i år. Det indenlandske prispress var i de første kvartaler af 2023 båret af højere enhedsprofitter blandt virksomheder i private byerhverv, som dog forventes normaliseret mod slutningen af 2023. Udviklingen i resten af prognoseperioden afspejler dels, at de indenlandske priser reagerer med en vis forsinkelse på højere inputomkostninger, dels at der er indregnet et prispress fra udsigten til stigende lønomkostninger. Der er fortsat et betydeligt pres på arbejdsmarkedet, og de faktiske lønstigninger forventes at overstige de aftalte stigninger i overenskomsterne. Det høje indenlandske prispress forventes dog at aftage i de kommende år i takt med, at der sker en gradvis genopretning af reallønnen.

**Inflationen forventes
at aftage, men
forblive høj i 2023-24**

Samlet set forventes nettoprisinflationen at aftage gennem resten af 2023 for derefter at stabilisere sig omkring 2¼ pct. i 2024 og ca. 2 pct. i 2025. Aftalen om midlertidig suspendering af elafgiften betyder imidlertid, at inflationen målt som stigningen i forbrugerpriserne er lavere i første halvår af 2023 end stigningen i nettopriserne, og omvendt i 2024. Det indebærer, at forbrugerprisinflationen som årgennemsnit forventes at blive ca. 3¾ pct. i 2023, ca. 2½ pct. i 2024 og knap 2 pct. i 2025. Til sammenligning forventer ECB en inflation i euroområdet på 5,6 pct. i 2023, 3,2 pct. i 2024 og 2,1 pct. i 2025.¹⁸ Det tyder på, at inflationspresset i Danmark aftager hurtigere end i euroområdet i 2023 og fortsat vil være lavere frem mod 2025. Det skal dog understreges, at inflations-skønnet er præget af betydelig usikkerhed, herunder særligt relateret til energiprisudviklingen i det kommende halvår, jf. risikoscenarier beskrevet i afsnit II.2.

BOLIGMARKEDSUDVIKLINGEN

**Boligprisfald er
vendt til fremgang**

Boligmarkedet har været i modvind det seneste år med stigende renter samt høje el- og varmeudgifter. Det har vist sig i kraftigt faldende boligpriser gennem 2022 og de første måneder af 2023, jf. figur II.19. Boligmarkedet ser dog ud til at have stabiliseret sig med tendens til fremgang henover sommeren 2023. Indikatorer tyder således på sti-

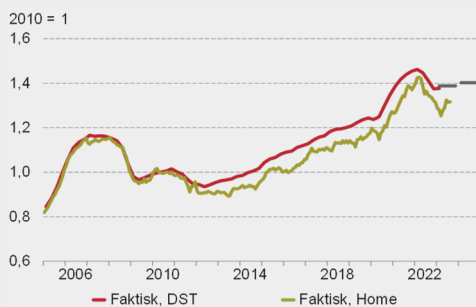
17) Indenlandsk markedsbestemt inflation refererer til udviklingen i markedsbestemte danske priser på varer og tjenester, og er udtryk for det underliggende prispress i Danmark.

18) ECB's inflationstal er opgjort som HICP (Harmonised Index of Consumer Prices), hvilket beregningsteknisk afviger fra inflationen målt ved ændringer i det danske forbrugerprisindeks. De to inflationsmål er dog generelt tæt forbundet.

gende priser henover sommeren, og antallet af handler og fremvisninger er steget. De stigende priser kan delvist afspejle fremrykningseffekter af boligskattereformen, hvor der for visse boliger kan være en gevinst ved at overtage boligen før 1. januar 2024, jf. boks II.4. Samtidig er usikkerheden om den økonomiske situation reduceret, hvilket blandt andet er afspejlet i en forbedret forbrugertillid. Energipriserne er faldet, og det samme gælder den samlede inflation, lønstigningerne er begyndt at tiltage, og beskæftigelsen er fortsat høj.

FIGUR II.19 NOMINEL HUSPRIS

Boligpriserne faldt gennem 2022, men ser ud til at have stabiliseret sig.



FIGUR II.20 REALKREDITRENTER

Realkreditrenterne har igennem det seneste år været stigende, men toppen skønnes om trent at være nået.



Anm.: I venstre figur er seneste observation for Danmarks Statistik første kvartal 2023. Seneste observation for Home er august 2023. De viste renter i højre figur er den effektive rentesats på nyudstedte lån. Seneste observation er august 2023. De grå linjer angiver i begge figurer forventede årsniveauer i 2023-24.

Kilde: Finans Danmark, Danmarks Statistik, Statistikbanken samt ADAM's databank, Home via Danske Bank og egne beregninger.

Boligpriserne ventes at stabilisere sig i 2023-24

Udsigten til en fortsat høj beskæftigelse og aftagende inflation kombineret med fremrykningseffekten fra boligskattereformen betyder, at der er basis for fortsat afdæmpet fremgang i boligpriserne de kommende måneder. Trods svagt stigende priser resten af året, skønnes boligpriserne som følge af faldet gennem 2022 at blive ca. 2½ pct. lavere i gennemsnit i 2023 end sidste år. I 2024 forventes kun svag vækst i boligpriserne på ca. 1 pct., jf. diskussionen nedenfor. Samlet set har den indeværende prognose et mindre boligprisfald i 2023-24 end forventet i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Det skal ses i lyset af dels en bedre end ventet udvikling henover sommeren, dels en lidt mere gunstig udvikling i beskæftigelsen end ventet.

BOKS II.4 BOLIGSKATTEREFORM

Den 1. januar 2024 træder de nye regler for boligbeskatning i kraft, og der er i september 2023 offentliggjort foreløbige vurderinger for grund- og ejendomsværdien af alle ejerboliger. Reformen indebærer overordnet set, at boligskatterne fremover vil udvikle sig i takt med boligpriserne. Skatteministeriet har vurderet, at reformen reducerer boligskatten for ca. 80 pct. af boligmassen i 2024, jf. Vurderingsstyrelsen (2023). Den resterende boligmasse står til en skattestigning. Denne skattestigning udlignes i første omgang af en skatterabat, så eksisterende boligejere ikke betaler mere i samlet boligskat i 2024 end i 2023. Rabatten bortfalder, når boligen sælges, og de nye ejere vil derfor skulle betale mere i skat. For disse boliger kan der derfor være en fordel forbundet med at overtage boligen før 1. januar 2024.

Nationalbanken har tidligere vurderet, at de nye boligskatter samlet kan ventes at medføre en mindre prisstigning for huse og et mindre prisfald for ejerlejligheder; og Skatteministeriet har anslået, at ejerlejlighedspriserne kan påvirkes negativt med godt 5 pct. som følge af reformen, jf. Nationalbanken (2017) og Skatteministeriet (2018). Effekten på boligpriserne forventes dog at variere på tværs af boligtyper og geografiske områder, idet der i det hidtidige system var skævheder i vurderingerne, jf. Skatteministeriet (2021). I områder med skattelettelse kan boligpriserne stige, når reformen implementeres, mens det modsatte må forventes i områder med en skattestigning.

Skattereformen og implementeringen heraf har været forbundet med betydelig usikkerhed, og det er derfor uvist, hvor stor en del af effekterne, der allerede er priset ind i boligpriserne. Den kortsigtede effekt af reformen af boligbeskatningen er dermed usikker, men på længere sigt forventes reformen at have en stabiliserende effekt på boligprisudviklingen, da boligskatterne fremover vil stige og falde med boligpriserne.

Boligprisfald i dele af 2024 kan ikke udelukkes

I 2024 er der både forhold, der trækker op og ned i boligpriserne. I positiv retning trækker det, at overenskomstforhandlingerne i foråret sikrede relativt høje lønstigninger, og der ventes reallønsfremgang på ca. 3¼ pct. i 2024. Det medfører en forventet realindkomstfremgang trods et fald i beskæftigelsen gennem året. I nedadgående retning trækker, at realkreditrenterne ventes at forblive på et højt niveau igennem 2024, jf. figur II.20. I kombination med et forventet fald i beskæftigelsen i løbet af året dæmper det efterspørgslen. Herudover bortfalder eventuelle fremrykningseffekter af boligskattereformen, når den træder i kraft 1. januar 2024, hvilket yderligere kan trække boligpriserne i nedadgående retning næste år. Derfor kan det heller ikke udelukkes, at boligpriserne vil falde i 2024. Samlet ventes dog en svag fremgang i boligpriserne på ca. 1 pct. i 2024.

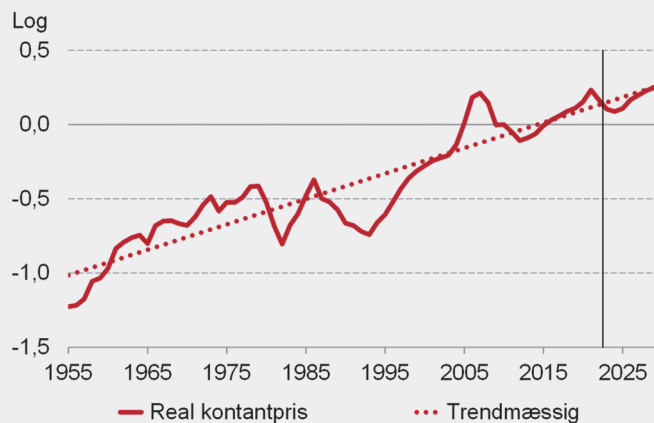
Den reale boligpris er faldet under den historiske trend

Det realiserede fald i de nominelle boligpriser i 2022 og den svage udvikling i første del af 2023 har i kombination med den høje inflation fået den reale boligpris til at falde ca. 12 pct. fra 2021 til 2023, og den reale

boligpris er i 2023 lidt under den historiske trend i 2023, jf. figur II.21. Den forventede boligprisudvikling i 2024 indebærer et yderligere fald i den reale kontantpris for boliger, eftersom den samlede inflation ventes at overstige boligprisstigningen. Fra 2025 ventes den reale boligpris gradvist at vende tilbage til den historiske trend i takt med, at renterne falder svagt. Samlet indebærer dette en gennemsnitlig årlig vækst i de nominelle priser på ca. 4½ pct. fra 2025 til 2030, hvilket er af omtrent samme størrelsesorden som i 2012-15.

FIGUR II.21 REAL BOLIGPRIS

Den reale kontantpris er aktuelt under den langsigtede trend, men forudsættes gradvist at vende tilbage hertil frem mod 2030.



Anm.: Den reale kontantpris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den trendmæssige udvikling er estimeret som en loglineær trend over perioden 1955-2022.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

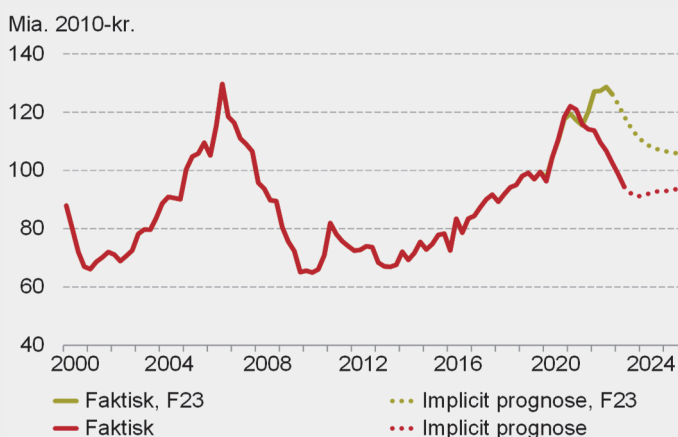
Bunden af boliginvesteringerne skønnes omtrent nået

Danmarks Statistik har siden *Dansk Økonomi, forår 2023* revideret udviklingen i boliginvesteringerne, så de nu udviser et markant fald gennem 2022 og 2023, jf. figur II.22. Udviklingen i boliginvesteringerne er nu bedre i overensstemmelse med det fald, der har været på boligmarkedet gennem 2022, og derfor også i bedre tråd med forventningerne fra *Dansk Økonomi, forår 2023*. Bunden af boliginvesteringerne skønnes omtrent nået, da materialeomkostninger, renter og boligpriser har stabiliseret sig. Der forventes omvendt ikke betydelige stigninger i bo-

liginvesteringerne, hvilket skal ses i sammenhæng med, at boligefterspørgslen i lyset af høje renter og svag beskæftigelsesudvikling vurderes at være afdæmpet.

FIGUR II.22 BOLIGINVESTERINGER

Boliginvesteringer er faldet markant gennem 2022 og 2023, men bunden skønnes omtrent at være nået.



Anm.: Seneste observation i "Faktisk, F23" er fjerde kvartal 2022. "Implicit prognose, F23" viser en implicit prognose, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Seneste observation for "Faktisk" er andet kvartal 2023. "Implicit prognose" viser en implicit prognose, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater fra tabel II.2.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

BESKÆFTIGELSESUUDVIKLINGEN

**Markant
beskæftigelses-
fremgang de
seneste år ...**

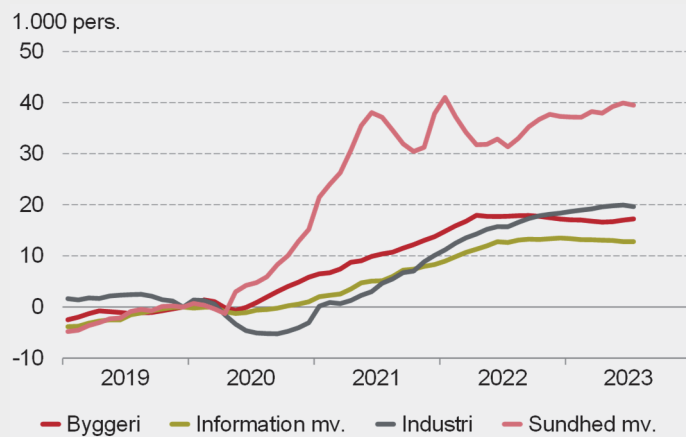
Beskæftigelsen er steget markant de seneste år, og siden slutningen af 2019 er ca. 200.000 flere lønmodtagere kommet i beskæftigelse. Fremgangen har de seneste måneder været lidt større end forudsagt i *Dansk Økonomi, forår 2023*, og udviklingen indebærer, at beskæftigelsen aktuelt skønnes at ligge ca. 3 pct., svarende til ca. 90.000 personer, over det strukturelle niveau. Sidst i afsnittet diskuteres vurderingen af dette kapacitetspres.

... er bredt funderet

Hovedparten af beskæftigelsesfremgangen siden udgangen af 2019 kan tilskrives højere privat beskæftigelse, men beskæftigelsen er også steget i den offentlige sektor. Beskæftigelsen i den offentlige sektor er siden 2019 steget i omtrent samme tempo som den strukturelle beskæftigelse, og andelen er relativt lav i en historisk kontekst, jf. afsnit II.4. Den største beskæftigelsesfremgang i perioden findes i branchen sundhed og socialvæsen, jf. figur II.23, men generelt er beskæftigelsesfremgangen bredt funderet på tværs af økonomiens brancher. Udviklingen på arbejdsmarkedet kan ikke på samme måde som produktionsfremgangen forklares ved fremgang i medicinalindustrien, og produktionsafmatningen i store dele af den private sektor er endnu ikke slået tydeligt igennem på arbejdsmarkedet.

FIGUR II.23 BESKÆFTIGELSESFREM GANG, BRANCHER

Beskæftigelsen er steget ca. 200.000 personer siden slutningen af 2019. Fremgangen er bredt funderet på tværs af brancher, men i 2023 er der tegn på afmatning i visse brancher, herunder byggeriet.



Anm.: Figuren viser lønmodtagerbeskæftigelsesændringen i forhold til december 2019 for udvalgte brancher. Seneste observation er juli 2023.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Markant udvidelse af arbejdsstyrken

Beskæftigelsesfremgangen er de seneste år tilvejebragt gennem en betydelig udvidelse af arbejdsstyrken. Det gælder i særlig grad i første del af 2023, hvor ledigheden trods stigende beskæftigelse er steget svagt. En betydelig del af beskæftigelses- og arbejdsstyrkefremgangen de seneste år kan tilskrives højere beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere. En analyse viser, at i løbet af det seneste opsving er en stigende andel af denne beskæftigelsesfremgang tilvejebragt gennem nyindvandring snarere end gennem højere beskæftigelse blandt allerede herboende udlændinge. I december 2022 var der godt 75.000 beskæftigede udenlandske statsborgere, som havde opholdt sig mindre end tre år i Danmark, jf. figur II.27 senere i afsnittet.

Arbejdstid ifølge ATR på omtrent normalt niveau

Der er ikke umiddelbart tegn på, at den markante beskæftigelsesfremgang de seneste år i stort omfang kan tilskrives større grad af deltid-beskæftigelse. Arbejdstidsregnskabet opgørelse af den (betalte) gennemsnitlige arbejdstid for lønmodtagere viser således, at arbejdstiden er på omtrent samme niveau som i perioden 2008-18, jf. boks II.5. Opgørelsen af arbejdstid varierer imidlertid på tværs af kilder, og nationalregnskabet opgørelse tyder på et svagt fald i den gennemsnitlige arbejdstid (inkl. ubetalt overarbejde) siden begyndelsen af 2022.

Produktivitetsfald i private byerhverv ekskl. medicinal

Det seneste års beskæftigelsesfremgang er bemærkelsesværdig, når den ses i lyset af den svage udvikling i produktionen ekskl. medicinalindustrien. Beregninger viser således, at produktiviteten i de private byerhverv ekskl. medicinalindustrien er faldet betragteligt siden slutningen af 2021, jf. figur II.24. Det er umiddelbart overraskende, at virksomhederne fortsat fastholder medarbejdere i meget stort omfang på trods af, at produktionen er stagneret.

Vendingen på arbejdsmarkedet sker ofte sent i konjunkturforløb ...

Det er ikke usædvanligt, at vendingen på arbejdsmarkedet indtræffer senere end vendingen i produktionen. Det indebærer, at der er en tendens til, at produktivitetsvæksten er svag på toppen af en højkonjunktur og i begyndelsen af et tilbageslag. Det sås både i Danmark, euroområdet og USA i årene frem mod finanskrisen, jf. Dette mfl. (2016). Det er dermed konsistent med den aktuelle situation, hvor der skønnes at være et betydeligt kapacitetspres, men faldende produktivitet, når der ses bort fra medicinalindustrien.

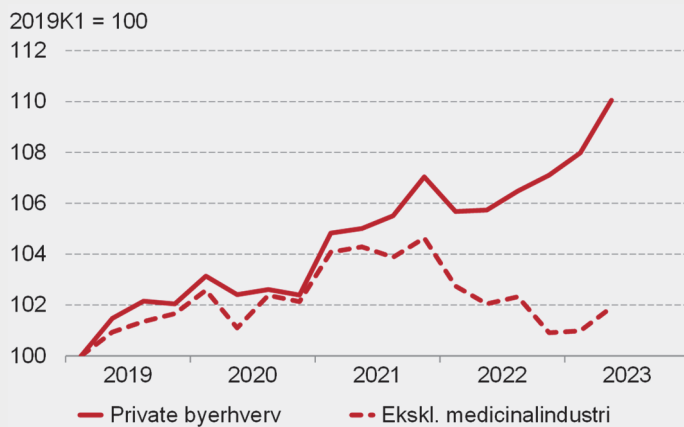
... som følge af labour hoarding

En af årsagerne til denne tendens er såkaldt *labour hoarding*, hvor virksomhederne i begyndelsen af et tilbageslag fastholder flere medarbejdere end nødvendigt, fordi det er forbundet med omkostninger at ansætte og afskedige, og fordi virksomhederne kan være usikre på, varigheden af tilbageslaget. Det er muligt, at der i disse år er en endnu mere udpræget tendens til at holde på arbejdskraften, da der de seneste år har været meldt om udprægede rekrutteringsudfordringer i

mange brancher. Hvis virksomhederne frygter ikke at kunne ansætte medarbejdere med de rette kompetencer, hvis tilbageslaget viser sig at være kortvarigt, kan det begrunde, at de i højere grad vælger at fastholde eksisterende medarbejdere. En anden faktor, der kan bidrage til en svag produktivitsudvikling, er, at der er en tendens til, at mindre produktive medarbejdere ansættes på toppen af en højkonjunktur, da virksomhederne ansætter de mest produktive medarbejdere først, jf. Fernald og Wang (2016). Modstykket vil være, at når beskæftigelsen begynder at falde, vil der ses en stigende produktivitet.

FIGUR II.24 PRODUKTIVITET I PRIVATE BYERHVERV

Produktiviteten i de private byerhverv skønnes at være faldet siden slutningen af 2021, når medicinalindustrien fraregnes.



Anm.: Beregningen ekskl. medicinalindustrien beror på egne beregninger, jf. baggrundsnotatet. Seneste observation er andet kvartal 2023.

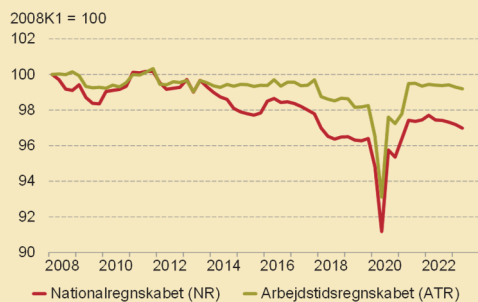
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

BOKS II.5 GENNEMSNITLIG ARBEJDS-TID FOR LØNMODTAGERE

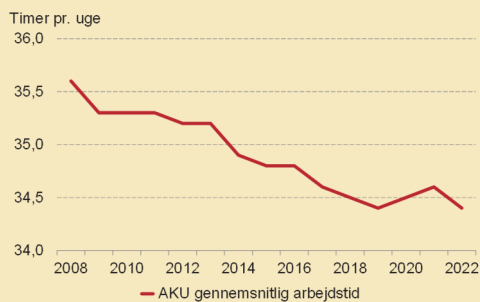
I Danmark er der forskellige typer statistik med information om gennemsnitlig arbejdstid. En af statistikkerne er arbejdstidsregnskabet (ATR), der er baseret på virksomhedernes oplysninger til offentlige myndigheder om lønmodtagernes indkomst og arbejdstid (eIndkomst). Mens ATR i høj grad må betragtes som en pålidelig statistik for betalt arbejdstid, så giver den ikke et fyldestgørende billede af lønmodtagernes totale arbejdstid. Dels arbejder nogle danskere flere timer, end der registreres, såkaldte ubetalte timer,^{a)} dels registreres sort arbejde ikke.

Nationalregnskabets (NR) lønmodtagerbeskæftigelsesstatistik er baseret på ATR, men korrigeres blandt andet for ubetalte timer og sort arbejde. Det medfører uundgåeligt en højere grad af usikkerhed, da der i sagens natur er tale om et skøn for uregistreret arbejdstid. Korrektionen betyder alt andet lige, at niveauet for den gennemsnitlige arbejdstid i NR vil være højere end den gennemsnitlige arbejdstid i ATR. Ser man alene på udviklingen i de to statistikker, er der imidlertid en divergens over tid, jf. figur A.

FIGUR A FALDENDE GENNEMSNITLIG ARBEJDS-TID I NATION-ALREGNSKABET...



FIGUR B ... KAN SKYLDES FÆRRE UBETALTE OVERAR- BEJDS-TIMER



Anm.: Figur A viser den indekserede udvikling i den gennemsnitlige arbejdstid for lønmodtagere fra hhv. nationalregnskabet og ATR. Seneste observation er andet kvartal 2023. Figur B viser den gennemsnitlige arbejdstid i arbejdskraftundersøgelsen (AKU).

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

BOKS II.5 GENNEMSNITLIG ARBEJDSSTID FOR LØNMODTAGERE, FORTSAT

Såvel den aftalte som den gennemsnitlige arbejdstid er faldet gradvist siden 1970'erne. Siden 2010 har den aftalte arbejdstid imidlertid været uændret på 1.628 timer årligt, jf. baggrundsnotatet. Den gennemsnitlige arbejdstid ifølge Danmarks Statistiks arbejdstidsregnskab (ATR) har ligeledes været omtrent konstant i perioden 2008-23, mens den gennemsnitlige arbejdstid ifølge nationalregnskabet (NR) omvendt har udvist en faldende tendens fra 2013 til 2023. Den faldende tendens i den gennemsnitlige arbejdstid i NR er således udtryk for, at korrektionen for ubetalte timer og/eller sort arbejde er blevet mindre over tid. Dette bekræftes umiddelbart af arbejdskraftundersøgelsen (AKU), der belyser den gennemsnitlige arbejdstid gennem spørgeskemaer, og dermed inkluderer både betalte og ubetalte timer. I perioden 2013 til 2023 er andelen af respondenter, der angiver en arbejdstid over 37 timer i AKU, faldet, og den gennemsnitlige ugentlige arbejdstid er også faldet, jf. figur B. Den faldende tendens i AKU kan således fortolkes som en indikation på, at den gennemsnitlige ubetalte arbejdstid faktisk var faldende i perioden.

De forskellige perspektiver på den gennemsnitlige arbejdstid understreger usikkerheden, der er forbundet med den faldende tendens siden 2013 i nationalregnskabet. På den ene side kommer den faldende tendens næsten udelukkende fra en korrektion, hvilket indebærer en høj grad af metodisk usikkerhed. På den anden side kan det ikke afvises, at der siden 2013 har været en faldende tendens i den totale arbejdstid, når udviklingen ifølge AKU betragtes. I så fald indikerer den relativt stabile udvikling i den betalte arbejdstid, at den aftalte arbejdstid for mange lønmodtagere har udgjort en nedre grænse for reduktion i arbejdstiden.

- a) Selvom timerne formelt set er ubetalte, kan de dog være forbundet med en indirekte form for kompensation f.eks. højere grundløn eller bonusordning.

Aftagende pres på arbejdsmarkedet

Selvom beskæftigelsen fortsat er høj, er der begyndende tegn på, at efterspørgslen efter arbejdskraft er aftagende. Dette ses blandt andet ved færre ledige stillinger pr. ledig og færre virksomheder, der oplever produktionsbegrænsninger som følge af arbejdskraftmangel. Billedet understøttes af en svagt stigende ledighed, ligesom der i visse af økonomiens brancher er tegn på, at beskæftigelsen er stagneret eller har været svagt faldende gennem første del af 2023. Det gælder eksempelvis i det traditionelt konjunkturfølsomme byggeri samt i branchen information og kommunikation. Der er dog tale om en afmatning fra et højt niveau, og indikatorerne tyder ikke på et kraftigt beskæftigelsesfald i de kommende måneder.

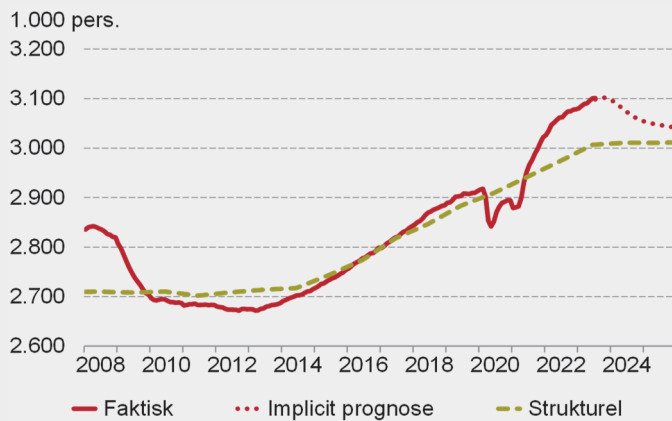
Beskæftigelsen forudsættes normaliseret

Det forventes, at produktionsafmatningen i store dele af den private sektor vil give udslag i svagere beskæftigelsesudvikling mod slutningen af 2023 og ind i 2024, hvor beskæftigelsen ventes at falde. Samlet ventes beskæftigelsen at falde ca. 55.000 personer frem mod udgan-

gen af 2025, jf. figur II.25. Det ventede beskæftigelsesfald de kommende år er større, end produktionsudviklingen umiddelbart ville tilsi-ge. Det skyldes, at produktiviteten i de private byerhverv ekskl. medicinalindustrien samtidig normaliseres fra et lavt niveau. Beskæftigelsesfaldet indebærer en såkaldt blød landing i dansk økonomi, hvor beskæftigelsen gradvist bringes tilbage mod det strukturelle niveau i løbet af de kommende år.

FIGUR II.25 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen ventes at falde mod det skønnede strukturelle niveau.



Anm.: Figuren viser lønmodtagerbeskæftigelsen opregnet til nationalregnskabs årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er juli 2023. Derefter er vist en implicit månedsprofil, som er i overensstemmelse med beskæftigelseseskønnene på årsniveau.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og ADAM's databank samt egne beregninger.

**Usikkerhed
forbundet
med skønnet
beskæftigelsesfald**

Det forventede fald i beskæftigelsen er forbundet med usikkerhed. Det gælder både i forhold til timing og størrelsesorden. I forhold til timingen har virksomhederne som nævnt fastholdt medarbejdere i længere tid end ventet, og den forventede vending på arbejdsmarkedet er derfor udskudt i de seneste par prognoser. I forhold til størrelsen af faldet udgør vurderingen af det strukturelle niveau for beskæftigelsen og dermed, hvor stort presset på arbejdsmarkedet aktuelt er, en væsentlig usikkerhedsfaktor. Usikkerheden om det strukturelle niveau og det aktuelle kapacitetspres diskuteres sidst i afsnittet.

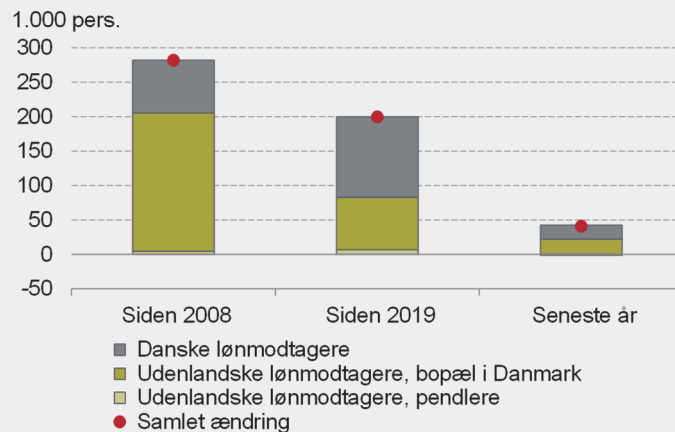
UDENLANDSK ARBEJDSKRAFT PÅ DET DANSKE ARBEJDSMARKED

Udenlandske statsborgere driver væsentlig del af beskæftigelsesfremgang

En betydelig del af stigningen i den danske beskæftigelse de seneste år kan tilskrives højere beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere. Siden 2008 har udenlandske statsborgere stået for næsten tre fjerdedele af den samlede stigning i lønmodtagerbeskæftigelsen på godt 280.000 personer, jf. figur II.26, og også under det seneste opsving har udenlandske statsborgere drevet en betydelig del af beskæftigelsesfremgangen. Siden udgangen af 2019 kan øget beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere således forklare lidt under halvdelen af den samlede beskæftigelsesfremgang på ca. 200.000 personer, og det seneste år har udenlandske statsborgere stået for halvdelen af stigningen. Den øgede beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere over de seneste 15 år har helt overvejende været drevet af personer med bopæl i Danmark, idet der kun har været en meget begrænset stigning i antallet af pendlere.

FIGUR II.26 ÆNDRING I ANTAL LØNMODTAGERE

Udenlandske statsborgere har stået for størstedelen af beskæftigelsesvæksten de seneste 15 år. Også under det seneste opsving er en betydelig del af fremgangen tilvejebragt af udlændinge.



Anm.: Seneste observation er juli 2023. Egen sæsonkorrektur af lønmodtagerbeskæftigelsen for udenlandske statsborgere. Bidraget til beskæftigelsen fra danske statsborgere er beregnet som forskellen mellem den samlede ændring i lønmodtagerbeskæftigelsen og ændringen for udenlandske statsborgere.

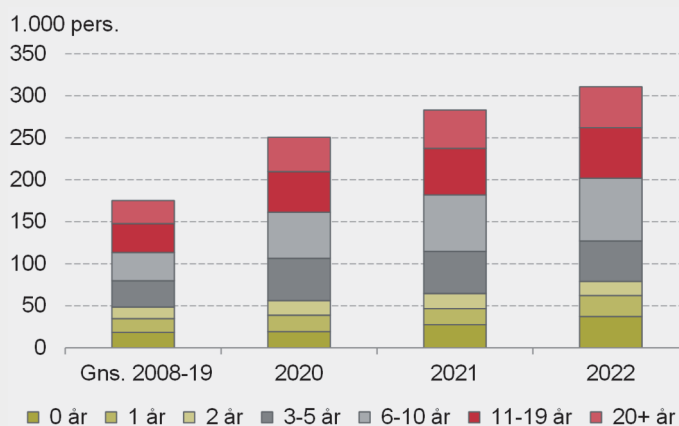
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Jobindsats.dk og egne beregninger.

Udenlandske statsborgere er en sammensat gruppe

De udenlandske statsborgere med beskæftigelse i Danmark er en sammensat gruppe, der både dækker over personer, som mere varigt opholder sig i Danmark, og personer, som kun midlertidigt bor og arbejder i Danmark. Generelt består godt en tredjedel af de beskæftigede udenlandske statsborgere af personer, der har opholdt sig i Danmark i over ti år, mens godt en fjerdedel er indvandret indenfor de seneste par år, jf. figur II.27. Nyindvandrede har dog udgjort en lidt større andel af beskæftigelsen i år præget af et stort pres på arbejdsmarkedet (2008 og 2022), men udgjorde omvendt en mindre andel end sædvanligt under coronapandemien. Sammenlignet med de udenlandske statsborgere, der har opholdt sig i Danmark i mere end et år, er nyindvandrede udlændinge oftere ansat indenfor erhvervsservice, byggeriet og landbruget mv., men i mindre grad indenfor offentlig administration, undervisning og sundhed, jf. baggrundsnotatet.

FIGUR II.27 BESKÆFTIGEDE UDENLANDSKE STATSBOGGERE OPDELT PÅ OPHOLDSTID I DANMARK

De beskæftigede udenlandske statsborgere er en sammensat gruppe med forskellige opholdstider i Danmark.



Anm.: Figuren viser lønmodtagerbeskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere med bopæl i Danmark opgjort i december hvert år, opdelt på personernes opholdstid i Danmark. Opholdstiden er beregnet som afstanden i kalenderår mellem det givne år og indvandringsåret. Indvandrer en person flere gange, opgøres hver indvandring som et nyt opholdsforløb. Tallene er ikke sæsonkorrigerede. Se baggrundsnotatet for en nærmere beskrivelse af beregningen.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

Nyindvandrede udgør en betydelig del af tilgang til beskæftigelse

Når antallet af beskæftigede udenlandske statsborgere er steget over tid, kan det både dække over, at ny udenlandsk arbejdskraft er kommet til landet og har opnået beskæftigelse, men også, at allerede herboende udlændinge er kommet i beskæftigelse efter at have været ledige eller udenfor arbejdsstyrken. Figur II.28 viser den årlige ændring i beskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere over tid, opdelt på tilgangen til og afgang fra beskæftigelse. Den samlede ændring i beskæftigelsen dækker hvert år over betydelige bruttobevægelser, hvor en del udenlandske statsborgere afgår fra beskæftigelse, eksempelvis fordi de mister deres arbejde, vælger at trække sig tilbage eller rejser ud af landet igen, men samtidig er der også et betydeligt antal nye udenlandske statsborgere, der opnår beskæftigelse. Nyindvandrede udenlandske statsborgere, der er kommet til landet indenfor det seneste år, står hvert år for en betydelig del af denne tilgang. I et typisk år er godt en tredjedel af tilgangen udgjort af nyindvandrede, mens de resterende knap to tredjedele kan tilskrives udenlandske statsborgere, der har opholdt sig i Danmark i mere end et år.

Øget beskæftigelse siden 2021 skyldes både øget tilgang fra udlandet og fra herboende personer

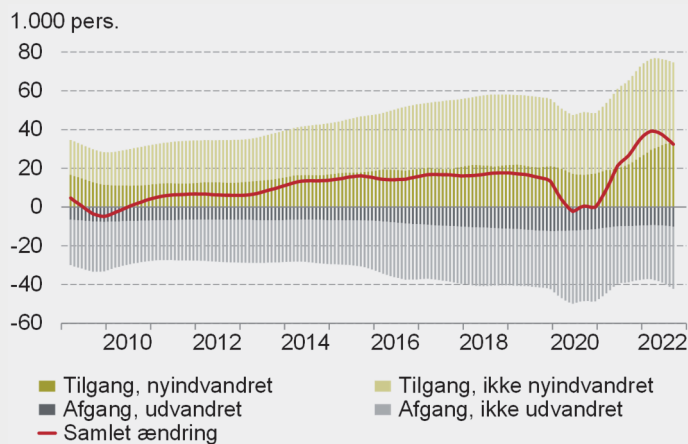
Siden 2021 er beskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere vokset markant, og figur II.28 viser, at denne fremgang både har været drevet af, at markant flere er indvandret fra udlandet, og at flere allerede herboende udenlandske statsborgere er kommet i beskæftigelse end sædvanligt. Samtidig er afgang faldet til et mere normalt niveau efter den højere afgang i 2020 og starten af 2021. Dette har ligeledes bidraget til at løfte den samlede beskæftigelsesfremgang.

Nyindvandring trak i stigende grad beskæftigelsesfremgang i 2022

Der er imidlertid tegn på, at tilgangen til beskæftigelse blandt allerede herboende udenlandske statsborgere i løbet af 2022 begyndte at falde, mens tilgangen fra udlandet omvendt fortsat var stigende. Nyindvandret udenlandsk arbejdskraft fik i løbet af 2022 derfor tiltagende betydning for den fortsatte beskæftigelsesfremgang blandt udenlandske statsborgere, og i slutningen af 2022 stod nyindvandrede for næsten halvdelen af den samlede tilgang til beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere. Samtidig udgjorde udenlandske statsborgere under ét en tiltagende andel af den samlede beskæftigelsesfremgang i løbet af 2022, jf. ovenfor. Samlet set kan det være et tegn på, at den indenlandske pulje af arbejdskraft gradvist blev udtømt i takt med, at beskæftigelsen steg, og at virksomhederne derfor i stigende grad hentede ny arbejdskraft ind fra udlandet for at imødegå deres behov for arbejdskraft.

**FIGUR II.28 ÅRLIG ÆNDRING I BESKÆFTIGELSE
BLANDT UDENLANDSKE STATSBOGERE**

Den markante beskæftigelsesfremgang blandt udenlandske statsborgere siden 2021 er både trukket af øget nyindvandring fra udlandet og af, at flere herboende udlændinge er kommet i beskæftigelse.



Anm.: Figuren viser den årlige ændring i lønmodtagerbeskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere med bopæl i Danmark (den røde kurve), opdelt på bidraget fra tilgang til hhv. afgang fra beskæftigelse (de grønne hhv. grå søjler). Tilgangen er opdelt på personer, der er indvandret i løbet af året hhv. personer, der allerede var bosiddende i Danmark, mens afgang er opdelt på personer, der er udvandret i løbet af året hhv. stadig har bopæl i Danmark. Da beskæftigelsen kun er opgjort for udenlandske statsborgere, vil en person også udgå af opgørelsen, hvis personen overgår til dansk statsborgerskab. Der er vist et 6 måneders centreret glidende gennemsnit. Data er aktuelt tilgængeligt frem til december 2022. Se baggrundsnotatet for en nærmere beskrivelse af beregningen.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

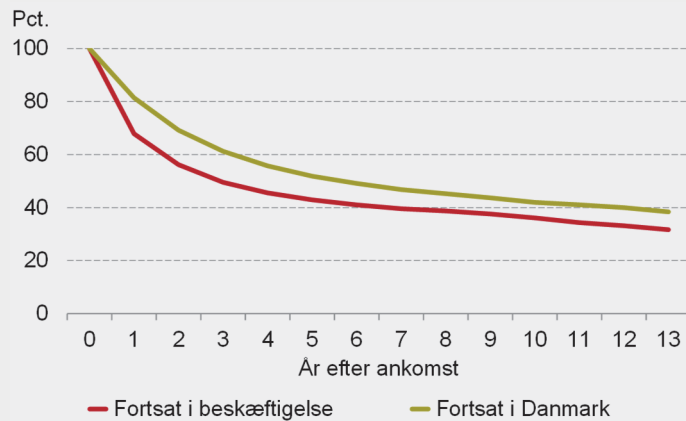
**En del af
nyindvandring må
formodes at være
mere varig**

Det er vanskeligt at vurdere, hvor stor en del af stigningen i nyindvandringen af udenlandsk arbejdskraft, der skal opfattes som konjunkturrelt betinget, og hvor stor en del der kan opfattes som strukturel. Tidligere analyser har peget på, at der er en konjunkturfølsomhed i ind- og udvandringen af udenlandsk arbejdskraft, jf. f.eks. *Dansk Økonomi, forår 2017*, Kraka (2018), Basso mfl. (2019) og Nationalbanken (2019). Det taler for, at en del af de seneste års stigning i mængden af udenlandsk arbejdskraft må formodes at være midlertidig. Der er omvendt også tegn på, at en betydelig del af de nytilkomne over tid bliver en mere

eller mindre permanent del af den danske arbejdsstyrke og befolkning. Omtrent en tredjedel af de nytilkomne er eksempelvis stadig i landet og i beskæftigelse ti år efter indvandringen, jf. figur II.29.

FIGUR II.29 NYINDVANDREDE BESKÆFTIGEDE UDENLANDSKE STATSBORGERE OVER TID

Ti år efter indvandringen er omtrent en tredjedel af de nyindvandrede stadig bosat og i beskæftigelse i Danmark.



Anm.: Figuren viser udviklingen i lønmodtagerbeskæftigelse og udvandring over tid for de nytilkomne beskæftigede udenlandske statsborgere i perioden 2009-21. Beskæftigelsen er opgjort i december hvert år. Udvandring er opgjort for det givne opholdsforløb. Indvandreren en person flere gange, opgøres hver indvandring som et nyt opholdsforløb. Se baggrundsnote for en nærmere beskrivelse af beregningen.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

KAPACITETSPRES OG STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE

Vigtigt at kunne opgøre kapacitetspresset i økonomien

Opgørelsen af kapacitetspresset i økonomien er af væsentlig betydning for anbefalingerne til den økonomiske politik. Det skyldes, at et af formålene med den økonomiske politik er at bidrage til at undgå, at udsvingene i økonomien bliver unødigt store, da dette er forbundet med omkostninger, jf. Nationalbanken (2022) og *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Jo større kapacitetspres, der opbygges under et opsving, desto brattere og dybere tilbageslag risikeres der efterfølgende, og det

kan dermed føre til en mere langvarig lavkonjunktur. Denne risiko forstærkes, hvis der opbygges væsentlige ubalancer under opsvinget, eksempelvis på boligmarkedet. Herudover kan der være samfundsøkonomiske omkostninger forbundet med en situation med meget lav ledighed (højt kapacitetspres), idet der kræves flere stillingsopslag og ansættelsessamtaler for at finde medarbejdere med de rette kompetencer, hvilket beslaglægger ressourcer i virksomhederne, jf. Michailat og Saez (2021).¹⁹ Dette må formodes også at gælde i forhold til ny arbejdskraft fra udlandet; jo flere, det allerede er lykket at tiltrække, desto mindre er den tilbageværende arbejdskraftreserve, og desto mere omkostningsfyldt kan yderligere rekruttering ad denne kanal blive.

Beskæftigelsesgap er én måde at måle kapacitetspres

Der findes ikke en entydig måde at opgøre størrelsen af kapacitetspresset i økonomien, og forskellige indikatorer kan pege i forskellige retninger. En måde at opgøre presset på er ved opgørelsen af beskæftigelsesgap, som måler forskellen mellem faktisk og strukturel beskæftigelse. Den aktuelle vurdering tilsiger, at beskæftigelsen medio 2023 var ca. 3 pct. eller ca. 90.000 personer over strukturelt niveau. Det indikerer et betydeligt pres på arbejdsmarkedet og tilsiger, at beskæftigelsen skal falde betydeligt, førend arbejdsmarkedet kan siges at være i en omtrent konjunkturneutral tilstand.²⁰

Beskæftigelses- og ledighedsgap følges normalt ad

Modstykket til, at beskæftigelsen ligger over det strukturelle niveau vil ofte være en ledighed under strukturelt niveau. Med andre ord er der normalt en tæt sammenhæng mellem udviklingen i beskæftigelses- og ledighedsgap, selvom udsvingene i ledighedsgap typisk er mindre, jf. figur II.30. Historisk er der således en tendens til, at beskæftigelsesgap er omtrent dobbelt så stort som ledighedsgap. Da der empirisk er en tæt sammenhæng mellem ledighed og lønpres, anvendes beskæftigelsesgap derfor også ofte som en indikator for løn- og prispresset i økonomien. Det seneste år er samvariationen mellem beskæftigelses- og ledighedsgap imidlertid blevet mindre systematisk. Det skal ses i lyset af, at beskæftigelsesfremgangen i større omfang end sædvanligt er tilvejebragt gennem en udvidelse af arbejdsstyrken, blandt andet som

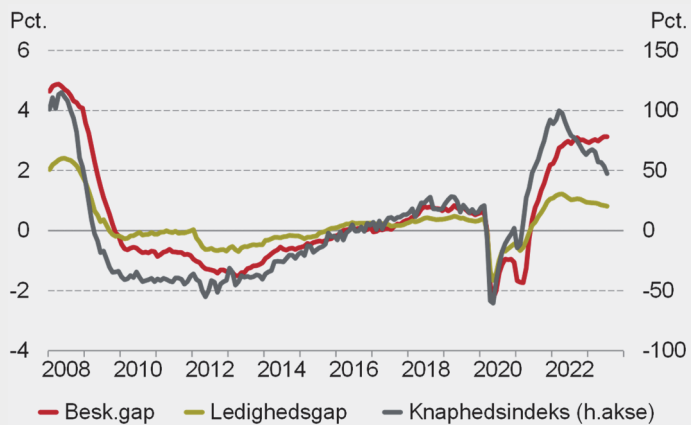
19) Det efficiente ledighedsniveau er derfor ikke nul. Det efficiente ledighedsniveau findes derimod, hvor velfærdsgevinsten hhv. velfærdsomkostningen ved en ændring i ledigheden balancerer. Velfærdsgevinsten ved et fald i ledigheden består (netto) i, at samfundsværdien ved produktionen som beskæftiget er højere end samfundsværdien af fritid samt eventuel hjemmeproduktion ved ledighed. Velfærdsomkostningen består i, at et lavere ledighedsniveau øger transaktionsomkostningerne, idet der kræves flere stillingsopslag og ansættelsessamtaler for at finde medarbejdere med de rette kompetencer, hvilket beslaglægger ressourcer i virksomhederne.

20) Der er dog en underliggende stigning i strukturel beskæftigelse på ca. 20.000 personer fra 2023 til 2030, hvorfor det krævede fald i den faktiske beskæftigelse kan være mindre end størrelsen af det aktuelle gap.

følge af tilgang af arbejdskraft fra udlandet. Udviklingen i ledigheden peger på det seneste i retning af et svagt aftagende pres på arbejdsmarkedet, mens udviklingen i beskæftigelsen peger på omtrent uændret højt pres.

FIGUR II.30 PRES PÅ ARBEJDSMARKEDET

Normalt samvarierer forskellige mål for presset på arbejdsmarkedet, men i løbet af 2022 og 2023 er der opstået divergens mellem beskæftigelsesgap og de øvrige mål.



Anm.: Knaphedsindekset måler antallet af ledige stillinger pr. ledig i forhold til 2016, jf. faktaboks. Ledighedsgap er vist med modsat fortegn. Seneste observation er juli 2023.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken samt ADAM's databank, Jobindex.dk samt egne beregninger.

Udviklingen i beskæftigelsesgap afviger fra andre indikatorer i 2023

Udover beskæftigelses- og ledighedsgap findes en række andre indikatorer for presset på arbejdsmarkedet. Det gælder eksempelvis undersøgelser af rekrutteringsvanskeligheder, virksomhedernes angivelser af, om mangel på arbejdskraft udgør en produktionsbegrænsning, antallet af nye jobopslag og det samlede antal af ledige stillinger relativt til antallet af ledige. Disse indikatorer tyder alle på et aftagende pres på arbejdsmarkedet, og de samvarierer normalt med beskæftigelsesgap. I perioden 2008-22 har der eksempelvis været en tæt sammenhæng mellem beskæftigelsesgap og det såkaldte knaphedsindeks, om end der er en tendens til, at knaphedsindekset reagerer lidt før beskæftigelsesgap, jf. figur II.30 og faktaboksen. De tre indikatorer for presset på arbejdsmarkedet vist i figur II.30 har imidlertid ikke udviklet sig helt

parallelt det seneste år. Knaphedsindekset og ledighedsgap peger på aftagende pres på arbejdsmarkedet, mens beskæftigelsesgap har været omtrent uændret, hvilket altså indikerer fortsat høj pres.

KNAPHEDSINDEKS

Beskæftigelsesministeriet (2023) præsenterer et såkaldt knaphedsindeks, som tager udgangspunkt i antallet af ledige stillinger pr. ledig. Dette mål anvendes også i eksempelvis Michallait og Saez (2021) som indikator for stramhedsgraden på arbejdsmarkedet.

Beskæftigelsesministeriet opgør indekset som afvigelsen fra en normalværdi, som indekset vil være på, hvis økonomien er i en omtrent neutral konjunktursituation. At anvende en normalværdi kan diskuteres, men det har den fordel, at indeksets niveau får en naturlig tolkning, idet indeksets værdi til et givent tidspunkt vil angive den procentvise afvigelse fra den konjunkturneutrale periode. I nærværende beregning er 2016 valgt som indekssår, da beskæftigelses- og ledighedsgap her er tæt på 0. Antallet af jobannoncer er i den aktuelle beregning korrigeret for den underliggende trend, som formentlig i et vist omfang kan tilskrives øget digitalisering over perioden.

**Strukturel
arbejdsstyrke kan
være undervurderet**

En oplagt mulighed i forklaringen af den forskelligartede udvikling mellem de viste mål for kapacitetspresset er, at den strukturelle beskæftigelse er steget mere end aktuelt forudsat, og at den strukturelle arbejdsstyrke derfor er undervurderet.²¹ Dermed kan beskæftigelsesgap være indsnævret i løbet af 2023, hvorved udviklingen vil være i bedre overensstemmelse med ledighedsgap og knaphedsindekset. Det vil også være konsistent med, at lønstigningerne indtil videre har været relativt begrænsede til trods for, at beskæftigelsesgap i en længere periode skønnes at have været betydeligt.

**Udenlandsk
arbejdsstyrke kan
øge strukturel
arbejdsstyrke, ...**

En faktor, der kan have øget den strukturelle beskæftigelse mere end forudsat, er de seneste års betydelige tilgang af arbejdskraft fra udlandet. Som vist tidligere i afsnittet, har en del af den nyindvandrede arbejdskraft historisk bosat sig mere langvarigt i Danmark, hvorved de mere permanent står til rådighed for det danske arbejdsmarked. Herudover er der hvert år en betydelig andel af beskæftigelsen, der tilvebringes gennem mere vandrende arbejdskraft. Det kan opfattes som, at der er en arbejdskraftreserve i udlandet, som virksomhederne kan

21) En anden mulighed er, at den tidsmæssige forskydning mellem udviklingen i de forskellige mål aktuelt er større end tidligere.

regne med at kunne tiltrække i en normal konjunktursituation – og at den derfor kan siges at være af strukturel karakter. Denne reserve er formentlig steget siden midten af 00'erne som følge af blandt andet udvidelsen af EU mod øst, men den kan være øget yderligere de seneste år som følge af bedre rammer for at kunne tiltrække udenlandsk arbejdskraft eller som følge af Storbritanniens udtræden af EU.²² Det er dog forbundet med usikkerhed på forhånd at vurdere, hvor stor en del af nytilgangen af arbejdskraft fra udlandet, der ender med at stå mere permanent til rådighed for det danske arbejdsmarked, og det er muligt, at nytilgang fra udlandet viser sig at have øget den strukturelle arbejdsstyrke mere end forventet.

... og
arbejdsstyrkens
konjunktur-
følsomhed

Den stigende andel af udenlandsk arbejdskraft på det danske arbejdsmarked kan udover at påvirke det strukturelle niveau for arbejdsstyrke og beskæftigelse også tænkes at have påvirket arbejdsstyrkens konjunkturfølsomhed. Jo større andel af beskæftigelsen, der tilvejebringes fra udlandet, jo større konjunkturudsving må der forventes i arbejdsstyrken. Det indebærer også, at sammenhængen mellem beskæftigelse og ledighed bliver mindre tæt. Det er imidlertid muligt, at lønpresset fra beskæftigelsesgap er mindre, hvis beskæftigelsesfremgangen kan tilskrives nyindvandret udenlandsk arbejdskraft, og at lønpresset dermed er mere sammenligneligt med billedet fra de øvrige indikatorer til trods for, at beskæftigelsesgap er fortsat højt.

Marginalgruppers
arbejdsmarkeds-
tilknytning kan være
blevet mere varig

En anden faktor, der taler i retning af, at den strukturelle beskæftigelse kan være øget, er såkaldt positiv hysterese. Det er således muligt, at marginalgrupper har opnået en mere permanent tilknytning til arbejdsmarkedet under de seneste par års markante beskæftigelsesfremgang. Antallet af job- og aktivitetsparate kontanthjælpsmodtagere er eksempelvis faldet markant de seneste år, og det er muligt, at længere tids beskæftigelse for disse personer vil få længerevarende betydning for gruppens arbejdsmarkedstilknytning. En delvist overlappende gruppe, der traditionelt har en lavere erhvervsfrekvens end gennemsnittet, er indvandrere og efterkommere, særligt fra ikke-vestlige lande. Beskæftigelsen er de seneste år steget relativt meget i denne gruppe, jf. blandt andet *Dansk Økonomi, forår 2022*, hvilket også kan knytte dem tættere til arbejdsmarkedet.

22) Størrelsen af reserven vil afhænge af arbejdsmarkedets rammer i Danmark henholdsvis hjemlandet samt andre lande, der forsøger at tiltrække arbejdskraft udefra. Det mulige træk på puljen kan variere med den relative konjunktursituation mellem landene.

Højere strukturel arbejdsstyrke kan indebære lavere arbejdstid eller produktivitet

Samlet er der dermed en række forhold, der taler for, at den strukturelle arbejdsstyrke og beskæftigelse kan være højere end aktuelt forudsat. Såfremt dette er tilfældet, vil det alt andet lige give sig udslag i en højere strukturel produktion. Hvis den højere arbejdsstyrke er drevet af større arbejdsmarkedstilknytning blandt marginalgrupper, er det dog også muligt, at den strukturelle arbejdsstyrkestigning sker på bekostning af produktiviteten eller den gennemsnitlige arbejdstid. Det er dermed også muligt, at den strukturelle produktion er uændret, men at sammensætningen er ændret, så flere er beskæftigede, men i gennemsnit arbejder færre timer eller producerer mindre pr. arbejdstime. Alt efter, hvilke faktorer der gør sig gældende, vil der være forskellige effekter på både produktion og offentlige finanser.

II.4

OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2030

Indhold i afsnit

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2030. Centrale forudsætninger er beskrevet i boks II.6, og fremskrivningen er nærmere dokumenteret i baggrundsnotat til offentlige finanser. Først ses på udviklingen i de offentlige indtægter, udgifter og saldo. Dernæst ses på udviklingen i den offentlige beskæftigelse fulgt af udviklingen i den strukturelle saldo. Til slut gives en vurdering af råderummet frem mod 2030 fulgt af en vurdering af finanspolitikens aktivitetsvirkning.

BOKS II.6 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtagen politik samt forslag til finanslov for 2024 og forslag til udgiftslofter for 2024-27. Det indebærer, at der indarbejdes gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomster. Det er forudsat, at de foreslåede udgiftslofter for 2024 til 2027 anvendes fuldt ud.

Konsekvenserne af politiske målsætninger indarbejdes i takt med, at de udmøntes konkret. Det vil sige, at udgifter til f.eks. den grønne omstilling og forsvarsforliget indarbejdes i fremskrivningen i takt med, at disse udgifter påvirker udgiftslofterne og finanslove. Det er således forudsat, at udgifterne til disse to områder frem til 2027 holdes indenfor de foreslåede udgiftslofter. Målsætninger om skattelettelser fra regeringsgrundlaget indarbejdes først i fremskrivningen, når der indgås politisk aftale om disse.

Centrale forudsætninger:

- I 2023 og 2024 følger skønnet for det nominelle offentlige forbrug ekskl. afskrivninger skønnet i *Økonomisk Redegørelse, august 2023*. For perioden 2025-27 følger realvæksten i det offentlige forbrug udgiftslofterne. For perioden 2028-30 er det beregningsteknisk forudsat, at væksten i det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret træk.
- De nominelle offentlige investeringer følger i 2023 og 2024 skønnet fra *Økonomisk Redegørelse, august 2023*. Fra 2025 og frem forudsættes investeringer at udgøre en omtrent konstant andel af BNP, svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19.

OFFENTLIG SALDO FREM MOD 2030

Stort overskud i 2022 ændres gradvist til et mindre underskud i 2030

Der har været et betydeligt overskud på den offentlige saldo i de seneste år. De store overskud er blandt andet drevet af høje indtægter fra enkelte skatter som aktieafkastskat og selskabsskat, der ventes at vende tilbage mod deres langsigtede niveau i de kommende år, hvilket vil forværre saldoen. Derudover er der med udgiftslofterne frem til 2027 afsat en ramme til offentlige udgifter, der kan give en høj vækst i det offentlige forbrug, hvilket også trækker i retning af at forværre den offentlige saldo. Samlet ventes udgifterne at stige hurtigere end indtægterne, og frem mod 2030 ventes overskuddet i 2022 at blive vendt til et mindre underskud. I alle år ventes det, at saldoen holder sig på klar afstand af underskudsgrænsen fra stabilitets- og vækstpagten på 3 pct. af BNP, jf. figur II.31.

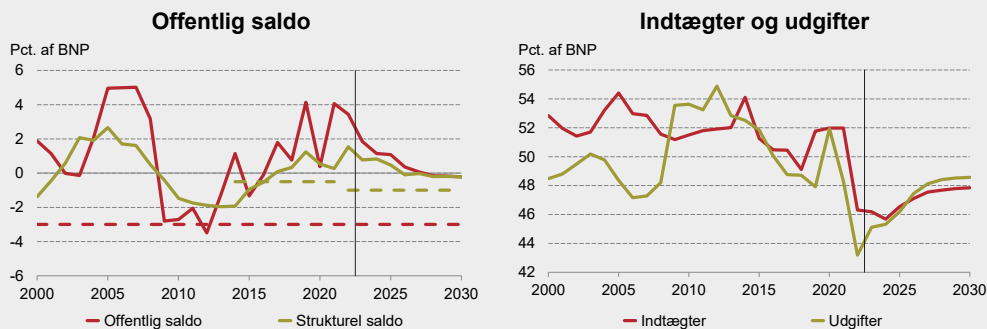
De offentlige indtægter og udgifter faldt til et lavt niveau i 2022

Den offentlige saldo var påvirket af midlertidige forhold som følge af den ekstraordinært høje inflation i 2022. Inflation påvirker ikke de offentlige udgifter og indtægter som andel af BNP, når inflationen er relativt konstant fra år til år, men i 2022 steg inflationen uventet meget,

hvilket medførte en stigning i nominelt BNP. De private lønstigninger steg hurtigere end i de foregående år, men kunne ikke følge med inflationen, så skatteindtægterne steg langsommere end inflationen. De offentlige lønstigninger og reguleringen af overførselsindkomsterne var lavere end de private lønstigninger, da reguleringen af de offentlige lønninger og overførselsindkomsterne sker med en forsinkelse i forhold til de private lønstigninger. Det var med til at dæmpe udviklingen i de offentlige udgifter mere end indtægterne på kort sigt, hvilket medfører en midlertidig forbedring af den offentlige saldo. I løbet af nogle år vil reguleringen af overførselsindkomsterne og den offentlige løn indhente det efterslæb, der opstår på kort sigt, hvilket svækker den offentlige saldo frem mod 2030, så den midlertidige forbedring af saldoen som følge af inflation forsvinder, jf. *Dansk Økonomi, forår 2023*.

FIGUR II.31 OFFENTLIG SALDO, INDTÆGTER OG UDGIFTER

Den offentlige saldo i pct. af BNP svækkes gradvist fra et stort overskud i 2022 til et lille underskud i 2030, hvilket skyldes, at udgifterne stiger hurtigere end indtægterne frem mod 2030.



Anm.: Den stiplede grønne linje i venstre figur er grænsen for den strukturelle saldo i budgetloven, grænsen blev ændret 1. juli 2022. Den stiplede røde linje i den venstre figur er grænsen for underskuddet på den offentlige saldo fra stabilitets- og vækstpagten. De lodrette streger angiver overgang til prognose.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

De offentlige indtægter stiger mod 2030 trukket af personskatter og afgifter, ...

De offentlige indtægter ventes at stige fra godt 46 pct. af BNP i 2022 til knap 48 pct. af BNP i 2030, jf. tabel II.3. Halvdelen af stigningen i indtægterne kommer fra personskatterne. Det skal ses i lyset af, at lønnen som nævnt stiger med en forsinkelse i forhold til den uventede inflation i 2022, hvorfor løn- og overførselsindkomster stiger mere end BNP fra 2022 til 2030. Det opvejes delvist af, at husholdningernes renteudgifter stiger som følge af de højere renter, hvilket øger rentefradraget og reducerer skatteindtægterne. Indtægterne fra moms og afgifter vurderes at stige med ca. 1 pct.point frem mod 2030, hvilket skal ses i

lyset af, at forbruget som andel af BNP ventes gradvist at stige fra et lavt niveau i 2022.

... mens kapitalindkomst- og nordsøskatter samlet set er uændrede frem mod 2030

Aktieindkomstskatten nåede et højt niveau i 2022, der er over det, der vurderes at være det strukturelle niveau. Der har også i starten af året været forholdsvist store indtægter fra udbytteskat, hvilket tyder på et forholdsvist højt provenu fra aktieindkomstskatten også i år. Samlet er det lagt til grund, at indtægterne gradvist vil vende tilbage mod deres strukturelle niveau. Også selskabsskatten nåede op på et meget højt niveau i 2022. Selskabsskatter er i et vist omfang påvirket af konjunktursituationen, hvor der normalt er et stort provenu fra selskabsskatter i en højkonjunktur. Samlet forudsættes det, at en normalisering af selskabs- og aktieindkomstskatter forværrer saldoen med 1 pct. af BNP fra 2022 til 2030. Dette modvirkes omtrent af dels stigning i provenuet fra pensionsafkastskatten (PAL), der var lavt i 2022 som følge af de stigende renter, dels stigning i provenuet fra nordsøbeskatningen mod 2030 som følge af, at Tyrafeltet sættes i drift igen, og at olieprisen forudsættes at stige.

Høj vækst i udgiftslofter og offentlige lønninger øger det offentlige forbrug

På udgiftssiden forudsættes det, at det offentlige forbrug stiger med 3½ pct. af BNP fra 2022 til 2030. De netop fremsatte udgiftslofter for perioden 2024 til 2027 medfører en højere realvækst i det offentlige forbrug, end det var tilfældet i foråret, jf. boks II.7. Dertil kommer, at det offentlige forbrug som andel af BNP var relativt lavt i 2022 som følge af inflationen. De aktuelt høje private lønstigninger vil øge de offentlige lønninger fra 2024 og frem.

Overførselsindkomsterne stiger trukket af høj satsregulering og demografi

Udgifterne til overførselsindkomster er faldet i de senere år, hvor konjunktursituationen har sænket ledigheden, og samtidig har tilbagetrækningsreformen gradvist hævet tilbagetrækningsalderen. Ud over disse forhold er overførselsindkomsterne aktuelt lave som andel af BNP, da de bliver reguleret på baggrund af udviklingen i den private løn for to år siden. Derfor er satserne for overførselsindkomst ikke fulgt med inflationen op på kort sigt. Satserne for overførselsindkomsterne vil gradvist stige, i takt med de højere private lønstigninger medfører en regulering af overførselsindkomsterne med to års lag. Det øger udgifterne frem mod 2030. Samtidigt medfører den demografiske udvikling, at antallet af personer på pension og efterløn forudsættes at stige hurtigere end den samlede befolkning frem mod 2030.

Øvrige udgifter falder tilbage fra lavt niveau

De øvrige udgifter er aktuelt høje, da de midlertidigt bliver løftet af erstatninger til minkavlere og tilbagebetaling af for meget betale ejendomsskatter. Disse midlertidige udgifter falder bort frem mod 2030, så de øvrige udgifter reduceres lidt. ØMU-gælden ventes at være ca. 30 pct. af BNP i hele perioden frem mod 2030, så der er bred afstand til grænsen på 60 pct. af BNP fra stabilitets- og vækstpagten.

TABEL II.3 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

De offentlige udgifter ventes at stige mere mod 2030 end indtægterne, så den offentlige saldo gradvist svækkes.

	2022	2023	2024	2025	2030
	----- Pct. af BNP -----				
Persontskatter mv. ^{a)}	22,2	23,1	22,8	23,0	23,1
Aktieskat	1,8	1,5	1,2	1,2	1,2
Selskabsskat	3,1	2,7	2,6	2,7	2,7
Nordsøbeskatning	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4
Pensionafkastbeskatning	0,4	0,4	0,6	0,9	1,0
Afgifter ^{b)}	14,3	14,5	14,4	14,5	15,2
Øvrige indtægter	4,4	4,0	3,9	4,1	4,4
Indtægter i alt ^{c)}	46,3	46,2	45,7	46,5	47,8
Offentligt forbrug ^{d)}	21,8	22,8	23,3	23,9	25,2
Offentlige investeringer ^{e)}	3,1	3,4	3,4	3,4	3,5
Indkomstoverførsler	13,7	14,3	14,3	14,6	15,6
Øvrige udgifter ^{f)}	4,6	4,6	4,4	4,2	4,3
Udgifter i alt ^{c)}	43,2	45,1	45,3	46,2	48,6
Primær saldo	3,1	1,1	0,3	0,4	-0,7
Nettorenteindtægter	0,3	0,8	0,8	0,7	0,5
Offentlig saldo	3,4	1,8	1,1	1,1	-0,2
Strukturel saldo ^{g)}	1,5	0,8	0,8	0,5	-0,2
ØMU-gæld	29,7	29,8	29,4	28,9	31,4
	----- Mia. kr. -----				
Offentlig saldo	97,4	52,3	33,9	33,1	-8,0
	----- Realvækst, pct. -----				
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	-2,6	1,5	2,1	1,3	1,1
Off. investeringer ekskl. F&U	-1,7	4,0	0,4	2,8	1,7

a) Persontskatter mv. omfatter kildeskatter, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatter.

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter blandt andet grundskyld.

c) Indtægter og udgifter i alt er ekskl. renter.

d) Offentligt forbrug er inkl. afskrivninger (som også indgår på indtægtssiden i posten Øvrige indtægter).

e) Offentlige investeringer er inkl. udgifter til forskning og udvikling.

f) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.

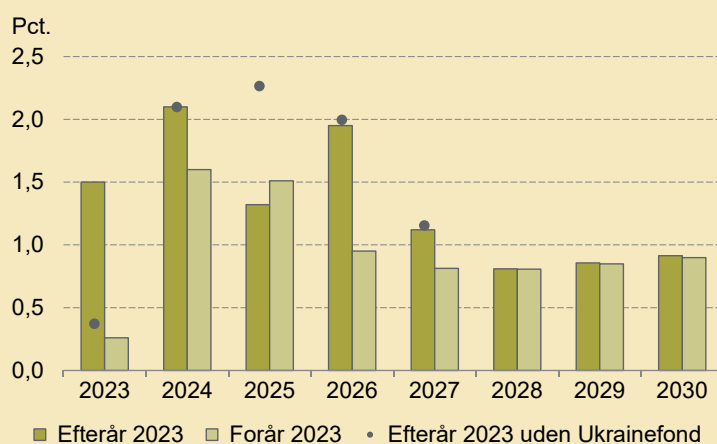
g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Anm.: Væksten i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i 2030-søjlen er den gennemsnitlige vækst fra 2025 til 2030.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

BOKS II.7 ÆNDRINGER I SKØN FOR OFFENTLIGT FORBRUG

Skønnet for det offentlige forbrug er blevet revideret meget i forhold til skønnet i *Dansk Økonomi, forår 2023*, jf. figur A.

FIGUR A VÆKST I DET OFFENTLIGE FORBRUG

Anm.: "Efterår 2023" er den aktuelle fremskrivning. "Forår 2023" er skønnet fra *Dansk Økonomi, forår 2023*. "Efterår 2023 uden Ukrainefond" er væksten i det offentlige forbrug korrigeret for forbrugsudgifter vedrørende Ukraine-fonden.

Kilde: *Dansk Økonomi, forår 2023*, Finansministeriet (2023) og egne beregninger.

I 2023 skyldes ændringerne primært den tekniske håndtering af Ukraine-fonden i fremskrivningen. Det er nu forudsat, at ca. halvdelen af udgifterne vedrører offentligt forbrug primært i form af genskaffelser i forsvaret, mens det i foråret var forudsat, at alle udgifterne var overførsler til udlandet. Når der korrigeres for Ukraine-fonden i 2023 reduceres realvæksten til 0,4 pct.

Ukraine-fonden har omtrent samme størrelsesorden i 2023 og 2024, hvorfor realvæksten skønnes til 2,1 pct. i 2024 både med og uden Ukraine-fonden. Fra 2024 til 2025 reduceres Ukraine-fonden, og realvæksten korrigeret for Ukraine-fonden kan opgøres til 2,3 pct. Den markante opjustering i væksten i 2026 skyldes, at udgiftslofterne er øget. Endeligt er der for første gang fremsat et forslag til udgiftsloft for 2027. Det nye udgiftsloft indebærer en højere vækst i det offentlige forbrug, end det var tilfældet i det beregningstekniske forløb i *Dansk Økonomi, forår 2023*.

For årene 2028-30 følges et beregningstekniske forløb, der ikke afviger væsentligt fra det seneste skøn, men niveauet for det offentlige forbrug i 2030 er øget ca. 3 pct. som følge af den højere vækst i perioden 2023-27.

OFFENTLIG OG STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE

Kraftig stigning i offentlig beskæftigelse frem til slutningen af 1980'erne ...

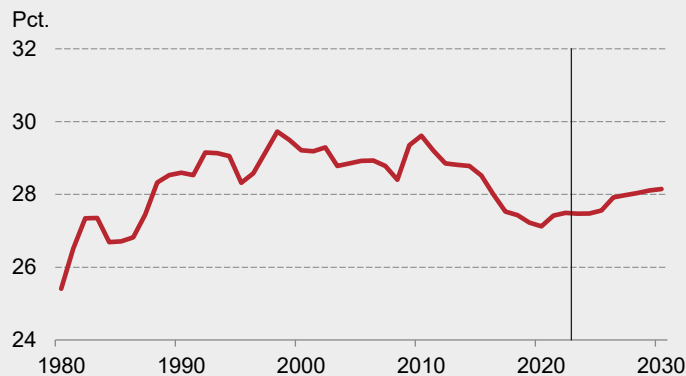
Den offentlige beskæftigelses andel af den samlede strukturelle beskæftigelse steg gradvist frem til slutningen af 1980'erne, jf. figur II.32. Stigningen var drevet af, at antallet af offentligt beskæftigede steg med omkring 10.000 personer om året, mens den strukturelle beskæftigelse var omtrent uændret. Den kraftige stigning i beskæftigelse skal ses i lyset af, at arbejdstiden faldt.

... og begrænset stigning i perioden mod 2015

Fra slutningen af 1980'erne til 2015 steg den offentlige beskæftigelse med ca. 2.000 personer om året, og samtidig steg den strukturelle beskæftigelse drevet af blandt andet arbejdsmarkedsreformer. Det resulterede i, at den offentlige beskæftigelse udgjorde en nogenlunde konstant andel af den strukturelle beskæftigelse.

FIGUR II.32 OFFENTLIG BESKÆFTIGELSE

Den offentlige beskæftigelse udgjorde en stort set konstant andel af den strukturelle beskæftigelse fra slutningen af 1980'erne til 2015. I de senere år er denne andel faldet.



Anm.: Den lodrette streg angiver overgang til prognose.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Den strukturelle beskæftigelse er vokset hastigt de senere år

Siden 2015 er den offentlige beskæftigelse steget med ca. 5.000 personer om året, men som andel af den strukturelle beskæftigelse har der været et betydeligt fald. Når den offentlige beskæftigelse har udgjort en faldende andel af den samlede beskæftigelse i de senere år, er det altså udtryk for en ekstraordinært stor fremgang i den strukturelle

beskæftigelse, der blandt andet er drevet af tilbagetrækningsreformen og tilgang af udenlandsk arbejdskraft.

**Offentlig
beskæftigelsesandel
på 28 pct. af
strukturel
beskæftigelse i 2030**

Hvis væksten i det offentlige forbrug frem mod 2030 følger de forudsætninger, der er anvendt i nærværende fremskrivning, vil det medføre en gradvis stigning i den offentlige beskæftigelse, der er hurtigere end den strukturelle beskæftigelse. I nærværende fremskrivning vurderes den offentlige beskæftigelse som andel af den strukturelle beskæftigelse til 28 pct. i 2030, hvilket er i underkanten af niveauet fra perioden 1990-2015.

DEN STRUKTURELLE SALDO FREM MOD 2030

**Strukturel saldo
tager højde for
konjunkturudsving
og visse midlertidige
forhold**

Den offentlige saldo svinger meget i takt med konjunkturerne. Derfor er den ikke særlig velegnet til at planlægge den økonomiske politik efter. I stedet ses ofte på den strukturelle saldo, der renser for konjunkturerens bidrag, og derfor er mere velegnet at styre efter. Det er da også den strukturelle saldo, der indgår som mål i den mellemfristede planlægning for regeringen, hvor der aktuelt er en målsætning om, at der højst må være et strukturelt underskud på ½ pct. af BNP i 2030.

DEN STRUKTURELLE SALDO

Den faktiske saldo svinger meget med konjunkturerne og andre midlertidige forhold. Det gør, at det er svært at vurdere de underliggende offentlige finanser alene ved at se på den faktiske saldo. Derfor ses ofte på den strukturelle saldo.

Den strukturelle saldo findes ved at korrigere den faktiske saldo for konjunkturerens påvirkning. Det gøres ved at tage udgangspunkt i, hvor meget konjunkturerne historisk har bidraget til den offentlige saldo. Derudover korrigeres for udsving i nogle særlige skatter, der kan svinge meget fra år til år, eksempelvis pensionsafkastskatten. Den strukturelle saldo kan opgøres på flere måder. I dette afsnit anvendes budgetlovens metode til opgørelsen af den strukturelle saldo.

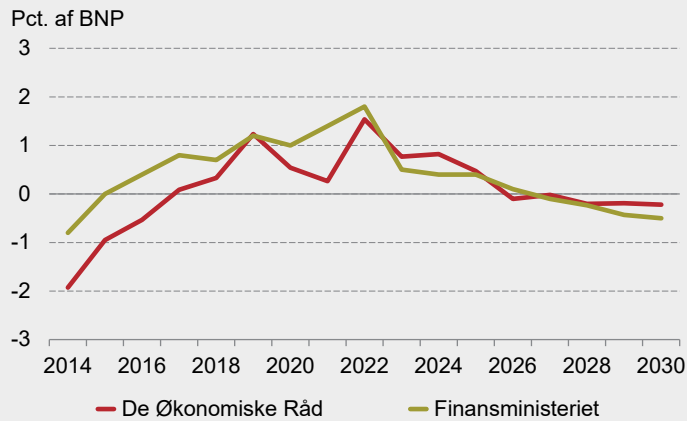
Det er ikke muligt at observere det sande konjunkturbidrag til den offentlige saldo, heller ikke i historiske år. Derfor er den strukturelle saldo altid en beregnet størrelse, der er forbundet med en vis usikkerhed både i fremskrivninger og i den historiske periode.

Den strukturelle saldo svækkes frem mod 2030

Der skønnes betydelige overskud på den strukturelle saldo på kort sigt, men frem mod 2030 svækkes den strukturelle saldo gradvist. Det gælder både i vurderingen i nærværende fremskrivning og hos Finansministeriet, jf. figur II.33. Der er dog i begge fremskrivninger i alle år frem mod 2030 afstand til grænsen for underskuddet i budgetloven på 1 pct. af BNP.

FIGUR II.33 STRUKTUREL SALDO FREM MOD 2030

Den strukturelle saldo svækkes gradvist mod 2030. Det skyldes primært høj vækst i det offentlige forbrug.



Anm.: Den strukturelle saldo er opgjort med budgetlovens metode.
Kilde: Finansministeriet (2023) og egne beregninger.

Forværring af strukturel saldo frem mod 2030 skyldes finanspolitik, ...

I 2022 skønnes den strukturelle saldo at udvise et overskud på 1,5 pct. af BNP. Det vendes frem mod 2030 til et underskud på 0,2 pct. af BNP, så den strukturelle saldo samlet set ventes svækket med 1,7 pct. point. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes primært den forudsatte finanspolitik. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer stiger med 2,8 pct. af strukturelt BNP i perioden. Hertil kommer, at det nye ejendomsskattesystem indebærer, at den gennemsnitlige beskatning af boliger vil falde i 2024. Samlet set vurderes det, at lavere provenu fra ejendomsskatterne vil svække den strukturelle saldo med ca. 0,4 pct. af BNP fra 2022 frem mod 2030. Udover finanspolitikken forværrer stigninger i renterne også den strukturelle saldo frem mod 2030. Renterne har i en årrække været faldende, hvilket løbende har ført til et fald i rentefradraget. Renterne er steget betydeligt gennem 2022 og

2023, men det får først for alvor betydning for størrelsen af rentefradraget i takt med, at realkreditobligationerne bliver refinansieret. Frem mod 2030 vil de højere renter gradvist føre til en stigning i husholdningernes rentefradrag, hvilket løbende svækker den strukturelle saldo.

... som delvist modvirkes af højere beskæftigelse og nordsøindtægter

Der forudsættes en betydelig stigning i den strukturelle beskæftigelse frem mod 2030, hvilket vurderes at styrke den strukturelle saldo med 0,5 pct. af BNP i perioden. Samtidig bliver den strukturelle saldo forbedret af, at nordsøbeskatningen stiger, idet produktionen øges, når Tyrafeltet sættes i drift i 2024 kombineret med, at det er forudsat, at olieprisen stiger frem mod 2030.

Ændring i skøn for strukturel saldo siden foråret

Højere offentlige udgifter svækker strukturel saldo med ca. ½ pct. af BNP, ...

Siden foråret er der gennemført tiltag, der har svækket den offentlige saldo frem mod 2030. På den korte bane er der sket en udvidelse af Ukraine-fonden, hvilket særligt har svækket den strukturelle saldo i 2023 og 2024. De foreslåede udgiftslofter for 2024-27 indebærer en opjustering af skønnet for det offentlige forbrug i forhold til det, der var lagt til grund i *Dansk Økonomi, forår 2023*. De højere forbrugsudgifter i 2027 vil i nærværende fremskrivning hæve det offentlige forbrug i 2030. Samlet set har de nye udgiftslofter svækket den strukturelle saldo med ca. 0,5 pct. af BNP i 2030 i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2023*, jf. tabel II.4.

... hvilket modvirkes af højere PAL-skat og offentlige renteindtægter afledt af en højere rente

Renterne i 2030 er i forbindelse med nærværende fremskrivning opjusteret i forhold til i foråret, jf. afsnit II.2. De højere renter indebærer isoleret set, at skønnet for indtægter fra pensionsafkastskatten er opjusteret med 0,2 pct. af BNP. De offentlige nettorenteindtægter er også påvirket positivt af de højere renter, hvilket styrker den strukturelle saldo frem mod 2030 med ca. 0,2 pct. af BNP. I modsat retning trækker, at de højere renter medfører et højere rentefradrag for husholdningerne, hvilket reducerer statens indtægter fra indkomstskatter og svækker den strukturelle saldo frem mod 2030. Endeligt er det langsigtede provenu fra aktieindkomstskatten blevet opdateret i forbindelse med denne fremskrivning, hvilket har medført en opjustering på 0,2 pct. af BNP.

Lavere forbrugskvote svækker den strukturelle saldo

Det private forbrug som andel af BNP er nedjusteret i forbindelse med den aktuelle fremskrivning, mens nettoeksporten er blevet justeret op. Det reducerer den offentlige saldo, da der stort set ikke betales moms og afgifter af eksport.

TABEL II.4 ÆNDRING I STRUKTUREL SALDO I FORHOLD TIL DANSK ØKONOMI, FORÅR 2023

Højere offentlige udgifter svækker den strukturelle saldo mod 2030 siden vurderingen i foråret.

	2023	2024	2025	2026	2027	2030
	----- Pct. af BNP -----					
<i>Dansk Økonomi, efterår 2023</i>	0,8	0,8	0,5	-0,1	0,0	-0,2
<i>Dansk Økonomi, forår 2023</i>	0,9	1,0	0,3	0,1	0,2	0,1
Forskel	-0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Bidrag til forskel:						
Offentlige udgifter	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
- Udvidelse af Ukraine-fond	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	
- Nye udgiftslofter i øvrigt		0,0	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Finansielle forhold	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4
- Rentefradrag	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- Aktiebeskatning	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
- PAL-indtægter	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
- Offentlige renteindtægter	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2
Lavere forbrugskvote	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Andet	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	0,0

Anm.: Rentefradrag er ændring i skatteværdien af rentefradraget. Lavere forbrugskvote er mindskede indtægter fra moms- og afgifter på det private forbrug som følge af det lavere private forbrug.

Kilde: *Dansk Økonomi, forår 2023* og egne beregninger.

RÅDERUM FREM MOD 2030

Råderummet er et centralt pejlemærke i den finanspolitiske planlægning

I gennem de senere år har begrebet råderum udviklet sig til at være det centrale begreb i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Når nye tiltag skal finansieres, sker det jævnligt via såkaldt råderumsfinansiering. Finansministeriet opgør normalt råderummet to gange om året i forbindelse med offentliggørelsen af Danmarks Konvergensprogram i foråret og i forbindelse med forslaget til finanslov og udgiftslofter i august.

Råderummet er en beregningsteknisk opgørelse, ...

Råderummet beregnes som forskellen mellem regeringens saldomål-sætning i 2030 på -0,5 pct. af BNP, og den saldo, der vil opstå i en hypotetisk situation, hvor der forudsættes nulvækst i det offentlige forbrug fra det år der vedtaget eller foreslået en finanslov aktuelt 2024 til 2030. Det forudsættes samtidigt, at offentlige indtægter og alle andre offentlige udgifter følger det samme forløb, som der er i den mellemfristede fremskrivning. Råderummet kan anvendes til for eksempel varige skattelettelse og vækst i det offentlige forbrug. For en nærmere beskrivelse af beregningen af råderummet se nedenstående boks II.8.

... som er forbundet med usikkerhed og revideres hvert halve år

Opgørelsen af råderummet er forbundet med betydelig usikkerhed, og Finansministeriet reviderer løbende skønnet for råderummet. For eksempel opjusterede Finansministeriet råderummet med 16 mia. kr. i foråret 2023, hvoraf godt 10 mia. kr. skyldes forbedringer afledt af realøkonomien primært som følge af et nyt skøn for den strukturelle beskæftigelse. Der er overordnet set fire årsager til, at råderummet løbende revideres og ikke er et præcist mål for muligheden for permanent at øge de offentlige udgifter eller sænke skatter.

Usikkerhed på vurdering af saldo frem mod 2030

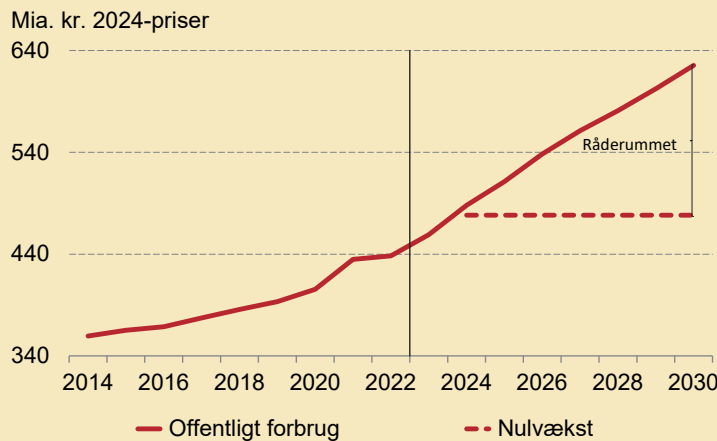
Der er for det første betydelig usikkerhed forbundet med opgørelsen af råderummet, idet opgørelsen afhænger af forudsætningerne i fremskrivningen af realøkonomien og de offentlige finanser til 2030. Der er for eksempel usikkerhed om opgørelsen af den strukturelle beskæftigelse, om forudsætningerne om renteutviklingen og om udviklingen i indkomstoverførsler.

Midlertidige skatteindtægter øger råderummet

For det andet kan en forøgelse af råderummet ikke altid anvendes til permanente udgifter uden det påvirker holdbarheden i dansk økonomi. Hvis skatteindtægterne stiger i en midlertidig periode kan det ikke finansiere permanente udgifter uden at svække holdbarheden. Eksempler på dette er forhøjelsen af indbetalingsloftet for alderspension, der øger skatteindtægterne i en længere periode, men på langt sigt svækkes den offentlige saldo, da der kommer færre indtægter fra beskatning af fradragsberettigede pensionsordninger. En forøgelse af provenuet fra nordsøbeskatningen vil ligeledes øge råderummet, da saldoen isoleret et forbedres i 2030, mens holdbarheden ikke vil blive nævneværdigt påvirket, da udvindingen fra Nordsøen vil ophøre. Hvis disse midlertidige indtægter omsættes til højere offentlige udgifter eller lavere skatter, vil det svække holdbarheden, da indtægterne falder bort på den lange bane.

BOKS II.8 RÅDERUM

Råderum beregnes af Finansministeriet som forskellen på regeringens mellemfristede målsætning om saldoen i 2030 og den saldo, der vil opstå i en hypotetisk situation, hvor det offentlige forbrug uden afskrivninger i reale termer holdes konstant fra 2024 og frem til 2030, samtidig med, at alle de øvrige offentlige udgifter og indtægter følger deres normale beregningstekniske forløb. I Finansministeriets mellemfristede fremskrivninger fremskrives det offentlige forbrug frem mod 2030 efterfølgende, således at hele råderummet er placeret som vækst i det offentlige forbrug. I figur A er råderummet illustreret som forskellen på udviklingen i det offentlige forbrug i den seneste lange fremskrivning fra Finansministeriet frem til 2030 og en situation med nulvækst i det offentlige forbrug.

FIGUR A FINANSMINISTERIETS RÅDERUM

Anm.: Råderummet er korrigeret for midlertidige udgifter til offentligt forbrug vedrørende Ukraine-fonden, ukrainske flygtninge i Danmark og offentlige forbrugsudgifter knyttet til erstatninger til minkavlere.

Kilde: 2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2027, Finansministeriet.

Råderummet opstår i Finansministeriets fremskrivning, da der løbende er vækst i dansk økonomi, hvilket øger skatteindtægterne, mens det offentlige forbrug teknisk forudsættes at være konstant. Nulvækst i det offentlige forbrug vil indebære, at det offentlige forbrug vil falde som andel af BNP, og også at forbruget pr. borger vil falde, da der ventes en stigning i befolkningen.

Råderummet afhænger af saldomålsætningen i det mellemfristede år. Jo lavere saldomålet er jo højere bliver råderummet. Aktuelt kommer knap halvdelen af Finansministeriets råderum fra, at den strukturelle saldo i deres fremskrivning svækkes fra et overskud på 0,4 pct. af BNP i 2024 til et underskud på 0,5 pct. af BNP i 2030.

Råderum beregnet i forhold til et forløb med offentlige besparelser

En tredje udfordring, man skal være opmærksom på, er, at råderummet beregnes i forhold til et forløb, hvor realvæksten i det offentlige forbrug forudsættes at være konstant. Nulvækst i det offentlige forbrug vil indebære, at det offentlige forbrug falder som andel af BNP, og også at forbruget pr. borger falder, da der ventes en stigning i befolkningen.

Den forudsatte vækst i andre udgifter påvirker råderum

Endeligt beregnes råderummet som nævnt med udgangspunkt i en forudsætning om nulvækst i det offentlige forbrug, men det offentlige forbrug udgør kun ca. halvdelen af de offentlige udgifter. Den anden halvdel af de offentlige udgifter følger et beregningsteknisk forløb. I fremskrivningen er der for eksempel indregnet en vækst i overførselsudgifterne afledt af den demografiske udvikling, og der er forudsat vækst i for eksempel subsidierne, overførslerne til udlandet og de offentlige investeringer. Væksten i disse udgifter indgår ikke i opgørelsen af råderummet. Derfor vil en opjustering i de øvrige udgifter reducere den mulige vækst i det offentlige forbrug og dermed råderummet, selvom den samlede udgiftsvækst er uændret.

Råderum er 9 mia. kr. større end Finansministeriets

Der har ikke tidligere været præsenteret et råderum i fremskrivninger fra formandskabet for De Økonomiske Råd. I nærværende fremskrivning er der imidlertid beregnet et råderum. Det er opgjørt som ændringen i det offentlige forbrug fra 2024 til 2030 i 2024-priser, hvilket svarer til ca. 54 mia. kr. Til dette skal lægges forskellen på den beregnede saldo i 2030 på -0,2 pct. af BNP, og regeringens målsætning om en strukturel saldo på -0,5 pct. af BNP, som giver mulighed for en større vækst i det offentlige forbrug uden at bryde saldomålsætningen på knap 10 mia. kr. Råderummet kan i nærværende fremskrivning opgøres til 64 mia. kr., hvilket er ca. 9 mia. kr. mere end det råderum, Finansministeriet har præsenteret i *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2027*, jf. tabel II.5.

Relativ beskeden forskel kan tilskrives nordsøprovenu samt andre udgifter

Når der tages højde for usikkerheden i vurderingen af de offentlige finanser er forskellen i opgørelsen af råderummet på 9 mia. kr. eller 0,3 pct. af BNP forholdsvis beskeden. Endvidere kan ca. 7 mia. kr. af forskellen tilskrives fremskrivningen af nordsøindtægterne og fremskrivningen af udgifter til offentlige investeringer og subsidier. Disse to forhold kan ikke anvendes til permanent at hæve de samlede offentlige udgifter eller sænke skatterne i forhold til Finansministeriets fremskrivning uden, at det vil reducere holdbarheden af dansk økonomi. For alle praktiske forhold er der altså stort set de samme midler til rådighed frem mod 2030 i nærværende fremskrivning og i Finansministeriets fremskrivning.

TABEL II.5 RÅDERUM FREM MOD 2030

Råderummet vurderes større end Finansministeriets opgørelse, hvilket blandt andet er drevet af højere indtægter fra nordsøbeskatningen og et lavere skøn for udgifter til investeringer og subsidier.

	Mia. kr. 2024 priser
Finansministeriets råderum	55
DØRS Råderum	64
Forskel til Finansministeriet i alt	9
Heraf	
Forskelle i vedr. investering og subsidier	3
Nordsø	4
Arbejdsmarked	1
- Førtidspensionister	2
- Strukturel beskæftigelse i øvrigt	1
- Store bededag	-3
- Gennemsnitlig arbejdstid i øvrigt	1
Nettorenteindtægter	6
Pensionsafkastskat	-7
Andre forskelle	2

Anm.: I beregningen af råderummet er der taget højde for, at en række udgifter i 2024 er midlertidige. Det drejer sig om administration af kompensation af minkejere, udgifter til ukrainske flygtninge i Danmark og visse af udgifterne til Ukrainefonden. Disse midlertidige udgifter udgør samlet set knap 10 mia. kr. Råderummet er derfor opgjort som væksten i det offentlige forbrug tillagt 10 mia. kr. Dette svarer til det, der er gjort i Finansministeriets opgørelse af råderummet. De enkelte bidrag til forklaring af forskellen til Finansministeriet er opgjort som den isolerede saldoeffekt i 2030 af de enkelte poster.

Kilde: 2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2027 og egne beregninger.

Samlet set omtrent samme vurdering af beskæftigelse og arbejdstid

Der er forskelle i fremskrivningen af den strukturelle beskæftigelse og den gennemsnitlige arbejdstid i forhold til Finansministeriet. Forskellene går dog næsten ud mod hinanden, så de samlede forskelle knyttet til vurdering af arbejdsmarkedet øger kun råderummet med 1 mia. kr. i nærværende fremskrivning i forhold til Finansministeriets fremskrivning. Forskellene til Finansministeriet er særligt, at der er en lidt højere strukturel beskæftigelse i nærværende fremskrivning, hvoraf en del skyldes, at det skønnes, at der vil være færre førtidspensionister i

2030. Herudover er den gennemsnitlige arbejdstid lidt lavere i nærværende fremskrivning end i *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2027*, hvilket er drevet af en forskellig vurdering af effekten af afskaffelsen af store bededag.

Forskelle i renteantagelser reducerer råderummet med 1 mia. kr.

I forhold til Finansministeriets vurdering, er der to ret store forskelle i vurderingen af, hvordan de offentlige finanser påvirkes af renteudviklingen frem mod 2030. Finansministeriet anvender en højere rente og skønner derfor, at provenuet fra pensionsafkastskatten er højere i 2030, end det er tilfældet i nærværende fremskrivning.²³ Dette opvejes næsten af, at de skønnede offentlige nettorenteindtægter er højere i nærværende fremskrivning, end det er tilfældet hos Finansministeriet.

Anvendelse af råderummet frem mod 2030

11 mia. kr. af råderum skal anvendes til forsvar og grønne tiltag

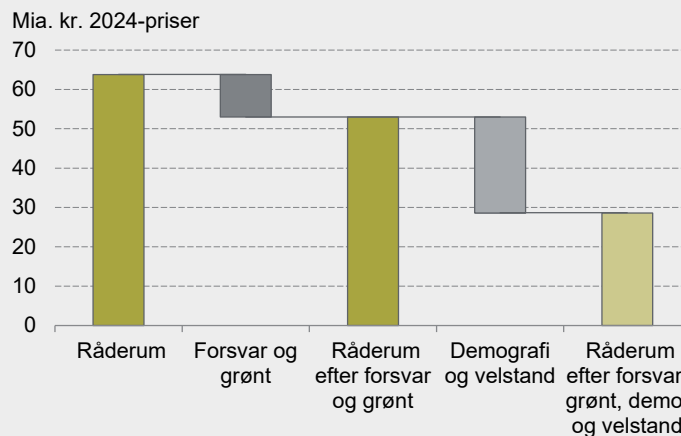
Det er i denne fremskrivning vurderet, at der er et råderum på 64 mia. kr. i 2024 priser. Det er dog ikke et udtryk for, hvad der frit kan disponeres i forbindelse med fremtidige aftaler, da der allerede er indgået flerårige aftaler på nogle områder, der vil øge udgifterne frem mod 2030. Der er eksempelvis indgået en forsvarsaftale, der indebærer, at forsvarsudgifterne løbende skal øges frem mod 2030. I forsvarsaftalen er det anført, at den skal finansieres via råderummet og investeringsrammen, hvilket lægger beslag på ca. 9 mia. kr. af råderummet.²⁴ Der er i *Aftale om Etablering af en grøn fond* blevet afsat et grønt råderum, hvor der er reserveret et grønt råderum til initiativer på det grønne område. I Finansministeriets opgørelse af råderummet er afsat ca. 2 mia. kr. i 2030 til nye grønne tiltag. I beregningen af råderummet er der godt 50 mia. kr. tilbage, når der er taget højde for vækst i forsvarsudgifterne og grønt råderum, jf. figur II.34.

23) Forskellen skyldes, at der ved beregning af provenuet fra PAL-skatten i nærværende beregning tager udgangspunkt i renten i 2030. Finansministeriet anvender i deres beregning af provenuet den langsigtede rente, der først nås i 2050.

24) Der er i aftalen om forøgede forsvarsudgifter anført, at en del vil vedrøre investeringer. Det er dog ikke i *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2027* anført, hvor stor en del af investeringsrammen, der vedrører forsvarsudgifter. Det er derfor i nærværende fremskrivning lagt til grund, at alle de nye udgifter til forsvaret skal finansieres af råderummet.

FIGUR II.34 RÅDERUMMET TIL 2030

De aftalte udgifter til forsvar og grønne initiativer vil indebære et træk på råderummet på ca. 11 mia. kr. En beregningsteknisk forudsætning om, at det offentlige forbrug følger et demografi- og velstands-træk i 2025-30 vil indebære et yderligere træk på ca. 24 mia. kr.



Anm.: "Råderum" er det beregnede råderum i denne fremskrivning. "Forsvar og grønt" er udgifter reserveret til grønne initiativer i Finansministeriet (2023) og udgifter til højere forsvarsudgifter i forsvarsaftalen. "Råderum efter forsvar og grønt" er, hvad der resterer i råderummet efter der er anvendt 11 mia. kr. til vækst i udgifterne på disse områder. "Demografi og velstand" er demografi- og velstandstrækket for perioden fra 2025 til 2030. "Råderum efter forsvar, grønt, demo- og velstand" er efter der er anvendt 11 mia. kr. på det grønne råderum og forsvaret, og hvis der anvendes 24 mia. kr. til øget offentligt forbrug.

Kilde: Finansministeriet (2023), Forsvarsministeriet (2023) og egne beregninger.

DEMOGRAFI- OG VELSTANDSTRÆK

Demografisk træk er den vækst, der skal være i det offentlige forbrug for at sikre en uændret realudgift pr. bruger. Det demografiske træk afhænger af befolkningens størrelse og sammensætning.

Demografi- og velstandstrækket på det offentlige forbrug er den vækst i det offentlige forbrug, der sikrer, at udgiften pr. bruger følger med både ændringer i befolkningen og den generelle velstandsudvikling i økonomien.

Demografi- og velstandstræk kan beregnes til 24 mia. kr.

Den centrale antagelse i beregningen af råderummet er som nævnt, at der er nulvækst i det offentlige forbrug fra 2024 til 2030. Der er altså i beregningen af råderummet ikke sat midler af til at dække udgifter til offentlig service som følge af ændringer i befolkningen frem mod 2030. Det er en politisk beslutning, hvorvidt det offentlige forbrug skal følge den demografiske udvikling. Det kan dog illustrativt beregnes, hvor stor en del af råderummet, der skal bruges på vækst i det offentlige forbrug frem mod 2030, hvis det skal følge befolknings og velstandsudviklingen. Hvis det offentlige forbrug skal følge det demografi- og velstandskorrigerede træk i perioden fra 2024 til 2030, vil det kræve en vækst i det offentlige forbrug på ca. 24 mia. kr. i 2024-priser. Der er altså fortsat knap 30 mia. kr. til andre initiativer.

FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Finanspolitikken påvirker aktiviteten svagt negativ i år

Det offentlige forbrug vurderes at dæmpe aktiviteten på trods af en vækst i det offentlige forbrug på 1½ pct. i 2023. Det dækker over, at en del af væksten i det offentlige forbrug kan henføres til genanskaffelser af våben doneret til Ukraine, som har en beskedent betydning for aktiviteten i Danmark. Hertil kommer, at væksten i den strukturelle beskæftigelse er høj i 2023, og den offentlige beskæftigelse forudsættes at vokse langsommere. I løbet af 2023 er der gennemført flere tiltag afledt af inflationen blandt andet øget ældrecheck og midlertidig nedsættelse af elafgiften. Disse tiltag har isoleret set øget aktiviteten. Samlet set vurderes finanspolitikken at dæmpe kapacitetspresset lidt målt ved den etårige finanseffekt i 2023, jf. tabel II.6.

Forslaget til finanslov indebærer en let positiv påvirkning af aktiviteten

Det fremlagte forslag til finanslov for 2024 skønnes at øge aktiviteten med 0,2 pct.point. Det drives primært af en vækst i det offentlige forbrug på ca. 2 pct., samt tilbagebetaling af for meget betalte ejendoms-skatte, der indgår i øvrige forhold. I modsat retning trækker, at de midlertidige tiltag afledt af inflation bliver udfaset. Den midlertidige nedsættelse af elafgifterne er rullet tilbage, og den ekstra ældrecheck ophører næste år. Samlet set vurderes det, at finanspolitikken vil øge aktivitetspresset med ca. 0,2 pct.point i 2024 set i forhold til 2023.

TABEL II.6 FINANSEFFEKT

Finanslovsforslaget øger aktiviteten i 2024.

	2019-22 ^{a)}	2022-23 ^{b)}	2023-24 ^{b)}
	----- Pct.point -----		
Off.forbrug	-0,3	-0,3	0,2
Off.inv.	0,2	0,0	0,0
Indkomstoverførsler	0,0	0,0	-0,1
Indkomstskatter	0,0	0,0	0,0
Afgifter	0,0	0,1	-0,1
Øvrige	0,1	0,1	0,1
Finanseffekt i alt	0,1	-0,2	0,2

a) Finanseffekt i 2022 set i forhold til 2019, dvs. før covid-19.

b) Finanseffekt set i forhold til året før.

Kilde: Egne beregninger.

II.5

SAMMENFATNING OG ANBEFALINGER

FINANSPOLITISKE MÅL

Saldomål overholdes ifølge fremskrivningen

Kapitlet indeholder en fremskrivning af de offentlige finanser til 2030, ifølge hvilken budgetlovens saldomål overholdes. Strukturel saldo overholder underskudsgrænsen på 1 pct. af BNP i hele fremskrivningsperioden, og i 2030 er den strukturelle saldo over målet på $-\frac{1}{2}$ pct. af BNP. Den offentlige saldo overholder også EU's underskudsgrænse på 3 pct. af BNP hele perioden, og ØMU-gælden holder sig under EU's grænse på 60 pct. af BNP.

Nedjustering af strukturel saldo i 2030 skyldes blandt andet nye udgiftslofter

Der er dog tale om en nedjustering af skønnet for den strukturelle saldo i 2030 på ca. 0,3 pct.point i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2023*, og der ventes nu et underskud på ca. 0,2 pct. af BNP i 2030. Der ligger en række forskellige ændringer bag, jf. afsnit II.4, men en væsentlig forklaring er indarbejdelsen af højere udgiftslofter til blandt andet offentligt forbrug ifølge regeringens forslag til finanslov og

udgiftslofter fra august. Det er dermed ikke en forværret vurdering af realøkonomien, der har ført til en ændring i vurderingen af de offentlige finanser, men indarbejdelse af regeringens finanspolitiske prioritering.

Beregnet råderum bygger på fremskrivning med nulvækst i reelt offentligt forbrug

Det såkaldte råderum er et centralt omdrejningspunkt i den finanspolitiske planlægning. Råderummet er en beregningsteknisk opgørelse af, hvor mange penge der kan forventes at være til rådighed frem mod 2030. Størrelsen på råderummet er givet ved forskellen mellem regeringens mellemfristede saldomål på $-\frac{1}{2}$ pct. af BNP og et hypotetisk saldoforløb, der bygger på en fremskrivning af samtlige offentlige indtægter og udgifter, hvor det reale offentlige forbrug dog holdes konstant fra 2024 til 2030.

Beregnet råderum er forbundet med usikkerhed

Råderummet kan anvendes til blandt andet skattelettelser og offentligt forbrug, herunder eksempelvis til at dække et demografi- og velstands-træk. Alternativt kan råderummet også bruges til offentlig opsparing. Der er betydelig usikkerhed forbundet med opgørelsen af råderummet. Eksempelvis afhænger størrelsen af råderummet af udviklingen frem mod 2030 i renter, oliepris og strukturel beskæftigelse. Størrelsen af råderummet ændres derfor, hvis eksempelvis renteforudsætningerne ændres, eller hvis der vedtages nye offentlige udgifter eller skattelettelser.

Forskel i bud på råderum mellem Finansministeriet og formandskabet understreger usikkerhed

Ifølge Finansministeriets seneste opgørelse i august udgør råderummet ca. 55 mia. kr. Der er mindre forskelle i formandskabets og Finansministeriets vurdering af skatteindtægter og offentlige udgifter frem mod 2030, og baseret på kapitlets fremskrivning beregnes et lidt større råderum på ca. 64 mia. kr., jf. afsnit II.4. Råderummet kan virke stort, men det skal blandt andet dække øgede forsvarsudgifter og en eventuel positiv realvækst i det offentlige forbrug frem mod 2030.²⁵ En forskel på ca. 9 mia. kr. i beregnet råderum mellem Finansministeriet og nærværende fremskrivning kan ligeledes lyde af meget, men der er som nævnt ovenfor en betydelig usikkerhed forbundet med fremskrivningen af de offentlige finanser og opgørelsen af råderummet. Når man tager usikkerheden i betragtning, bør de to opgjorte råderum opfattes som værende nær sammenfaldende.

25) De aftalte udgifter som følge af forsvarsforliget og aftale om såkaldt grønt råderum vil tilsammen indebære et træk på råderummet på ca. 11 mia. kr. En beregningsteknisk forudsætning om, at det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandstræk i årene 2025-30 vil indebære et træk på råderummet på ca. 24 mia. kr.

BESKÆFTIGELSE OG FINANSPOLITISK ANBEFALING

Beskæftigelsesgap på ca. 3 pct.

Beskæftigelsen i Danmark er fortsat med at stige siden vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2023*. I juli var lønmodtagerbeskæftigelsen steget ca. 200.000 personer i forhold til udgangen af 2019, og aktuelt er beskæftigelsen dermed ca. 90.000 højere end det skønnede strukturelle niveau, hvilket svarer til et beskæftigelsesgap på ca. 3 pct. Knap halvdelen af beskæftigelsesstigningen skyldes personer med udenlandsk statsborgerskab. En analyse i afsnit II.3 viser, at en stigende andel af denne beskæftigelsesfremgang i løbet af opsvinget er tilvejebragt gennem nyindvandret udenlandsk arbejdskraft.

Høj produktion skyldes også medicinalindustrien

Tilgangen af udenlandsk arbejdskraft har bidraget til produktionsfremgangen de senere år, mens en kraftig vækst i medicinalindustrien er en anden væsentlig årsag. Ses bort fra den markante fremgang i medicinalindustrien, har produktionen været præget af stilstand det seneste års tid, hvilket skal ses i lyset af en periode med høj inflation og stigende renter. Stilstanden i dansk økonomi ventes at fortsætte et par år, bortset fra medicinalproduktionen. Samlet set skønnes BNP-væksten i år at blive ca. 1¼ pct. og ca. 1¼ pct. næste år.

Usikkerhed om strukturel beskæftigelse

Det er usikkert, hvor stor en del af de seneste års beskæftigelsesstigning, der kan forventes at være af strukturel karakter, jf. diskussionen i afsnit II.3. Et spørgsmål er, hvorvidt det kan lykkes at fastholde marginalgrupper knyttet til arbejdsmarkedet (positiv hysteresis). Et andet spørgsmål knytter sig til den markante nytildgang af udenlandsk arbejdskraft. I fald der er tale om personer, som mere varigt får tilknytning til Danmark og står til rådighed for det danske arbejdsmarked, vil det løfte den potentielle produktion og forbedre de offentlige finanser.

Næste år ventes fortsat pres på arbejdsmarkedet

Ifølge det skønnede beskæftigelsesgap er presset på arbejdsmarkedet fortsat højt, mens andre arbejdsmarkedsindikatorer peger på et lidt mindre – og aftagende – pres på arbejdsmarkedet. Det kan betyde, at den strukturelle beskæftigelse er højere end aktuelt skønnet. Trods usikkerhed om den præcise størrelse af presset på arbejdsmarkedet, er der dog klare indikationer på et betydeligt kapacitetspres i dansk økonomi, som forventes at aftage gradvist de kommende år. Der vurderes stadig at være et noget større pres på arbejdsmarkedet næste år end i 2019.

Forventet konjunktursituation tilsiger stram finanspolitik

I vurderingen af, hvor stram eller lempelig finanspolitikken bør være, kan den forventede konjunktursituation næste år sammenlignes med situationen i 2019, som var et år med relativ normal konjunktursituation og uden ekstraordinære finanspolitiske tiltag (som eksempelvis de forskellige coronatiltag de efterfølgende år). Beskæftigelsesgap skønnes

i nærværende prognose at stige med ca. 1½ pct.point fra 2019 til 2024, og finanspolitikken burde derfor – alt andet lige – være strammet. Den finanspolitiske tommelfingerregel, som er beskrevet i *Dansk Økonomi, forår 2007* samt i Grinderslev og Smidt (2023) tilsiger en opstramning på knap ½ pct. i forhold til 2019. Som diskuteret ovenfor er der dog andre indikatorer, der peger på, at presset på arbejdsmarkedet måske er mindre, end det skønnede beskæftigelsesgap tilsiger, hvilket trækker i retning af en lidt mindre opstramning af finanspolitikken.

Finanspolitikken vurderes at være lempelig i forhold til 2019

Finanspolitikken – målt ved den kumulerede finanseffekt – vurderes at indebære et løft i BNP på ca. 0,1 pct. i 2024 i forhold til 2019. Den strukturelle saldo vurderes at være lidt forværret fra 2019 til 2024, selvom der har været en underliggende forbedring som følge af en skønnet stigning i den strukturelle beskæftigelse på knap 150.000 personer fra 2019 til 2024. Finanspolitikken har dermed været lempelig i perioden.

Finanspolitikken for 2024 bør strammes i forhold til det planlagte

Den forventede konjunktursituation ifølge nærværende prognose tilsiger som nævnt, at finanspolitikken i 2024 burde bidrage til at reducere kapacitetspresset i økonomien i stedet for at øge det. Det skyldes dels, at risikoen for et mere brat og dybt tilbageslag øges, jo større ubalancer der er i økonomien, dels at et højt pres på arbejdsmarkedet indebærer øgede samfundsøkonomiske omkostninger, idet virksomhedernes omkostninger til at søge og ansætte nye medarbejdere stiger. En yderligere årsag til, at finanspolitikken aktuelt ikke bør bidrage til at øge efterspørgslen i økonomien er, at det underliggende prispres fortsat vurderes at være betydeligt, selvom inflationen er aftagende. En finanspolitisk stramning i størrelsesordenen ½ pct. i forhold til det planlagte (dvs. en opstramning på linje med det, den finanspolitiske tommelfingerregel tilsiger i forhold til den planlagte finanspolitik) vil ifølge beregninger på SMEC indebære et prisniveau, som er ca. ½ pct. lavere på tre års sigt.²⁶ Lavere prisstigninger de kommende år vil også understøtte forankringen af inflationsforventningerne.

26) Førsteårseffekten på priserne er begrænset som følge af forskellige trægheder i prisdannelsen.

LITTERATUR

Ahmed, S., R. Correa, D.A. Dias, N. Gornemann, J. Hoek, A. Jain, E. X. Liu og A. Wong (2019): Global spillovers of a China hard landing. *International Finance Discussion Paper No. 1260*.

Basso, G., F. D'Amuri og G. Peri (2019): Immigrants, labor market dynamics and adjustment to shocks in the Euro Area. *IMF Economic Review*, 67, s. 528-572.

Beskæftigelsesministeriet (2023): Status på arbejdsmarkedet.

Castro, P.T. (2023): Four possible consequences of El Niño returning in 2023. University of Leeds.

Cette, G., J. Fernald og B. Mojon (2016): The pre-Great Recession slowdown in productivity. *European Economic Review*, 88, s. 3-20.

Chiodo, A.J. og M.T. Owyang (2003): The Whole Country Gets the Same Treatment, but Results Vary. *Federal Reserve Bank of St. Louis: The Regional Economist*.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og M. Weber (2022): Monetary policy communications and their effects on household inflation expectations. *Journal of Political Economy*, 130(6), 1537-1584.

Danmarks Nationalbank (2017): Aftale om boligskat stabiliserer boligpriser. Analyse (14).

Danmarks Nationalbank (2019): EU's indre marked for arbejdskraft dæmper konjunkturpres. Analyse (1).

Danmarks Nationalbank (2022): Penge- og finanspolitik i Danmark. Analyse (12).

Danmarks Nationalbank (2023a): Et tilbageslag i Kina vil reducere væksten i Danmark betydeligt. Analyse (8).

Danmarks Nationalbank (2023b): Homeowners' budgets and debt servicing capacity projections. Economic memo (4).

Danmarks Statistik (2023): BNP-fremgang på 0,3 pct. i andet kvartal 2023. Nyt fra Danmarks Statistik (300). August 2023.

Det Økonomiske Råds formandskab (2007): *Dansk Økonomi, forår 2007*.

De Økonomiske Råds formandskab (2017): *Dansk Økonomi, forår 2017*.

De Økonomiske Råds formandskab (2022): *Dansk Økonomi, efterår 2022*.

De Økonomiske Råds formandskab (2023): *Dansk Økonomi, forår 2023*.

Durante, E., A. Ferrando og P. Vermeulen (2022): Monetary policy, investment and firm heterogeneity. *European Economic Review*, 148.

ECB (2023): *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*. September 2023.

EU-Kommissionen (2023): *European Economic Forecast, Summer 2023*. September 2023.

European Banking Authority, EBA (2023): *2023 EU-wide stress test*. Juli 2023.

Federal Reserve Bank of New York (2023): Measuring the Natural Rate of interest. September 2023.

Fernald, J.G. og J.C. Wang (2016): Why has the cyclicalitv of productivity changed? What does it mean? *Annual Review of Economics*, 8, s. 465-496.

Finansministeriet (2023): *2030-planforløb: Grundlagt for udgiftslofter 2027*. August 2023.

Forsvarsministeriet (2023): *Aftale om dansk forsvar og sikkerhed 2024-2033*. Juni 2023.

Grinderslev, D. og J. Smidt (2023): *SMEC 2023*. Udkommer november 2023.

Hoffmann, P., K. Benjamin og L. Sam (2018): The distribution of interest rate risk in the euro area. *Financial Stability Review*, 2018, 1.

IEA (2023): Europe's energy crisis: What factors drove the record fall in natural gas demand in 2022? Marts 2023.

Kraka (2018): Udenlandsk arbejdskraft er stabiliserende for dansk økonomi.

Lagarde, C. (2023): Policymaking in an age of shifts and breaks. *BIS central bankers' speeches*. August 2023.

Lane, P.R. (2023): The euro area hiking cycle - an interim assessment. *BIS central bankers' speeches*. Februar 2023

Lodge, A., A.S. Manu og I.B. Robays (2022): The impact of Chinese Macro risk shocks on global financial markets. *Financial Stability Review*. Maj 2022.

Michaillat, P. og E. Saez (2021): Beveridgean Unemployment Gap. *Journal of Public Economics Plus*, 2.

Müller, M. (2023): Why is inflation so high and so different in different euro area countries? *BIS central bankers' speeches*. Marts 2023.

OECD (2023): *Economic Outlook*. Interim Report. September 2023.

Powell, J.H. (2023): Inflation – progress and the path ahead. *BIS central bankers' speeches*. August 2023.

Rogoff, K.S. og Y. Yang (2020): Peak China Housing. NBER Working Paper No. 27697.

Rogoff, K.S. og Y. Yang (2022): A Tale of Tier 3 Cities. NBER Working Paper No. 30519.

Skatteministeriet (2018): Boligforligets virkninger på boligmarkedet, kapitel 4 i *Skatteøkonomisk Redegørelse 2018*.

Skatteministeriet (2021): Det nye ejendomsvurderingssystem, kapitel 5 i *Skatteøkonomisk Redegørelse 2021*.

Vurderingsstyrelsen (2023): Nye boligskatte regler medfører skattelettelser til de fleste. Nyhed 12.09.2023.

Økonomiministeriet (2023): *Økonomisk Redegørelse, August 2023*.

