

De Økonomiske Råd   
Formandskabet

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

## **KAPITEL II**

### **KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER**

Dansk og international økonomi har indtil videre vist sig mere robust end ventet overfor høj inflation, høje renter og betydelig usikkerhed, og arbejdsmarkedene i de fleste lande er fortsat stærke.

Det er dog fortsat forventningen, at dansk og international økonomi står overfor en afmatning, men vækstafdæmpningen skønnes nu at blive mindre end ventet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Beskæftigelsen i Danmark ventes gradvist at aftage ned mod det konjunkturneutrale niveau, men der skønnes fortsat at være et pres på arbejdsmarkedet i 2024 med et beskæftigelsesgap på ca. 1½ pct.

Finanspolitikken i 2023 vurderes at være for lempelig i forhold til konjunktursituationen. Selvom der er udsigt til en delvis konjunkturnormalisering, bør finanspolitikken ikke lempes i 2024, snarere tværtimod.

## II.1

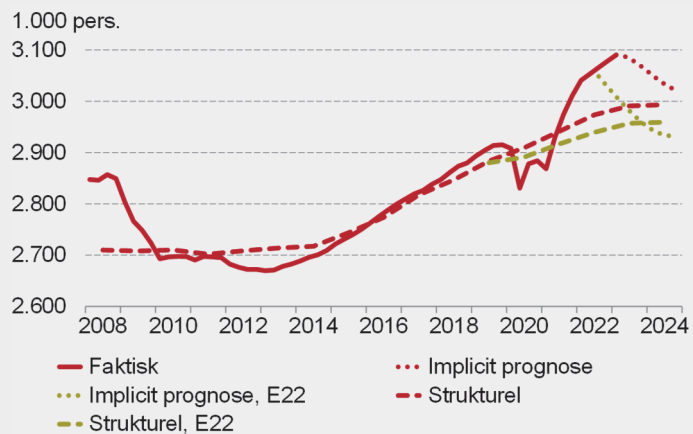
## INDLEDNING

Fremgang i 2022  
trods dystre udsigter

Året 2022 var præget af store, negative impulser til verdensøkonomien i form af krigen i Ukraine, høj inflation og betydelig usikkerhed om den fremtidige udvikling i energipriser og energiforsyning. Markedsforventningen var, at særligt gaspriserne i en længere periode ville være meget høje, og der var risiko for nedlukning af dele af produktionen som følge af gasmangel. Forventningen i efteråret var derfor en betydelig afdæmpning af den økonomiske aktivitet, både internationalt og i Danmark. I mange lande, herunder Danmark, trodsede økonomierne de dystre udsigter med fortsat fremgang i produktion og beskæftigelse gennem 2022. For de primære danske aftagerlande blev væksten i 2022 0,4 pct.point højere end lagt til grund i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, og i Danmark var beskæftigelsen i første kvartal 2023 ca. 80.000 personer højere end skønnet i efteråret, jf. figur II.1.

FIGUR II.1 DANSK BESKÆFTIGELSESDUDVIKLING

Faldet i beskæftigelsen ventes nu at blive mindre og mere gradvist end vurderet i efteråret.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2023. Derefter er vist en implicit kvartalsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelses-skønnene på årsniveau. "E22" angiver prognosen fra *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Strukturel beskæftigelse er opjusteret ca. 30.000 personer i forhold til vurderingen i efteråret, jf. afsnit II.3.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og Statistikbanken, *Dansk Økonomi, efterår 2022* samt egne beregninger.

**Forventning om afmatning i international økonomi i 2023**

Siden vurderingen i efteråret er usikkerheden knyttet til energiforsyningen mindsket på kort sigt, og energipriserne er faldet markant, både i forhold til niveauet i sensommeren 2022 og i forhold til markedsforventningerne til energiprisniveauet i 2023. Det medvirker til, at forventningerne til den internationale økonomiske situation nu er mindre pessimistiske end vurderet i efteråret. Der er dog fortsat forventning om afmatning og lav vækst på de danske eksportmarkeder i år. Det skal primært ses i lyset af effekten af de pengepolitiske stramninger samt en inflation, der, trods et ventet fald, skønnes at forblive højere end centralbankernes målsætninger i år og næste år.

**Udsigt til mindre fald i dansk beskæftigelse end vurderet i efteråret**

For Danmark er der også udsigt til afmatning, og BNP ventes at vokse ca. 1 pct. i både 2023 og 2024, jf. tabel II.1. Afmatningen skyldes en kombination af lav vækst i udlandet, høj inflation og høje renter. Udsigterne for dansk økonomi er i lighed med de internationale udsigter mindre pessimistiske end vurderet i efteråret. Prognosen for dansk økonomi indebærer, at beskæftigelsen falder mindre og i et mere moderat tempo i 2023-24 end vurderet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Presset på arbejdsmarkedet vurderes aktuelt fortsat at være betydeligt med et beskæftigelsesgap på ca. 3¼ pct., men det forventes at aftage til ca. 1½ pct. i 2024.

**TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN**

Beskæftigelsesgap ventes reduceret fra ca. 3¼ pct. i 2023 til ca. 1½ pct. i 2024. Inflationen skønnes at aftage, men forblive over 2 pct. de kommende par år.

	2022	2023	2024	2030 <sup>a)</sup>
BNP (realvækst i pct.)	3,8	1,0	1,0	1,2
Beskæftigelsesgap (pct.)	3,1	3,2	1,6	0,0
Inflation (pct.)	7,4	4,3	2,9	1,5
Offentlig saldo (pct. af BNP)	3,3	1,8	0,8	0,1
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	1,2	0,9	1,0	0,1
ECB's indlånsrente (pct.)	0,1	3,3	3,3	0,5

a) Sidste søjle viser niveauet i 2030 for beskæftigelsesgap, offentlig og strukturel saldo samt rente. For BNP og inflation vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2024 til 2030.

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

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

**Usikkerhed  
forbundet med  
gennemslaget af  
rentestigninger**

Selvom risikoen knyttet til energipriser- og forsyning er aftaget markant, er den økonomiske udvikling de kommende år fortsat forbundet med usikkerhed. En væsentlig risikofaktor knytter sig til størrelsen og timingen af gennemslaget på aktivitet og inflation af de betydelige pengepolitiske stramninger, der allerede er foretaget. Rentestigninger slår først igennem på økonomien med en vis forsinkelse, og derfor kan det være vanskeligt for centralbankerne at vurdere, om der er ført en passende afstemt pengepolitik, der hverken er for lempelig eller for stram.

**Uro på finansielle  
markeder kan blive  
katalysator for mere  
brat tilbageslag**

På den ene side er der mulighed for, at pengepolitikken endnu ikke er strammet tilstrækkeligt til at tøjle inflationen. Det vil afføde et behov for yderligere pengepolitiske stramninger senere, som indebærer en risiko for, at væksten bliver lavere end aktuelt ventet. På den anden side kan de aktivitetsmæssige konsekvenser af de allerede gennemførte pengepolitiske stramninger på sigt vise sig at blive større end skønnet, hvilket vil dæmpe aktiviteten mere end lagt til grund. Erfaringerne fra finanskrisen tilsiger, at aktiviteten kan falde markant på kort tid, hvis pessimisme og usikkerhed får tag i husholdninger og virksomheder, især hvis uroen breder sig til de finansielle markeder. For nuværende er den finansielle uro inddæmmet til udvalgte regionale banker i USA, men det kan ikke afvises, at uroen kan sprede sig til andre dele af systemet. Finansiell uro risikerer dermed at blive katalysator for et mere brat tilbageslag end aktuelt ventet.

**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 og pengepolitik samt de risikofaktorer, der præger den internationale økonomi. Afsnit II.3 beskriver udviklingen i dansk økonomi med fokus på ændringer i forhold til efterårets vurdering og præsenterer prognosen for de kommende år. I afsnit II.4 gives en status for de offentlige finanser. I afsnittet kommenteres EU-Kommissionens forslag til nye finanspolitiske regler endvidere kort. Kapitlet afsluttes i afsnit II.5 med en diskussion af finanspolitikken i år og næste år samt vurderinger knyttet til budgetlovens underskudsgrænse og den mellefristede saldomålsætning. Kapitlet er suppleret af to baggrundsnotater, der indeholder en række supplerende figurer og tabeller og yderligere dokumentation af fremskrivningen.

## II.2

# INTERNATIONAL ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

**Højere aktivitet end lagt til grund i *Dansk Økonomi*, efterår 2022**

Aktivitet fremgangen i den internationale økonomi blev større i 2022 end ventet i de internationale prognoser fra efteråret på trods af høj inflation, rentestigninger og store reallønstab. En væsentlig medvirkende årsag til dette er formentlig, at energipriserne faldt betydeligt mere, end markedsforventningerne i efteråret tilsagde. Også i år er vækstudsigterne blevet opjusteret for de fleste af Danmarks primære aftagerlande. Samlet ventes derfor et højere aktivitetsniveau på de danske eksportmarkeder i år end lagt til grund i den seneste prognose i *Dansk Økonomi*, efterår 2022.

**Forventet afmatning i international økonomi i 2023**

På trods af det højere aktivitetsniveau ventes der imidlertid fortsat at være udsigt til en vækstafmatning på de danske eksportmarkeder i 2023, idet tabet af købekraft og de pengepolitiske stramninger efterhånden ventes at slå igennem på efterspørgslen i både USA og Europa. I modsat retning trækker den fulde genåbning af den kinesiske økonomi, som udgør en positiv impuls til den globale aktivitet i 2023. Der er fortsat betydelig usikkerhed knyttet til den internationale økonomiske udvikling, blandt andet på grund af usikkerheden knyttet til, hvornår og hvor hårdt de markante pengepolitiske stramninger, der er gennemført i lyset af den høje inflation, slår igennem.

**Indhold i afsnittet**

Afsnittet indledes med en diskussion af, hvorfor efterspørgslen udvikle sig bedre i anden halvdel af 2022 end lagt til grund i de internationale prognoser fra efteråret. Dernæst diskuteres inflationsudviklingen i USA og euroområdet, hvorefter fokus rettes mod de pengepolitiske stramninger og den usikkerhed, der er knyttet til gennemslaget på økonomien. Herefter diskuteres vækstudsigterne for Danmarks primære aftagerlande, og udlandsprognosen præsenteres. Afsnittet afsluttes med en diskussion af de væsentligste risikofaktorer, der medfører, at der fortsat er betydelig usikkerhed knyttet til udsigterne. Vurderingen af den internationale konjunktursituation er suppleret af et baggrundsnotat, der blandt andet indeholder supplerende figurer.

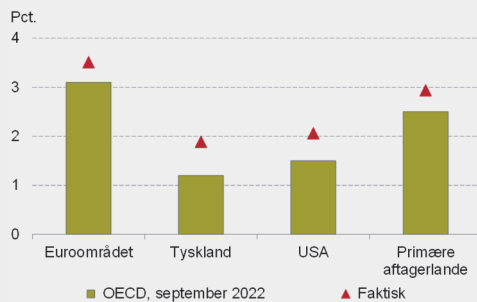
## ØKONOMIERNE KOM BEDRE IGENNEM 2022 END VENTET

Højere udgangs-  
niveau fra 2022 end  
ventet i efteråret

Aktiviteten udviklede sig i størstedelen af Danmarks primære samhandelslande bedre i anden halvdel af 2022 end ventet i de internationale prognoser fra efteråret. Sammenlignet med OECD's prognose fra september 2022, som lå til grund for udlandsprognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, blev den faktiske vækst i 2022 i både euroområdet og USA omtrent ½ pct.point højere, jf. figur II.2. Dette var en overraskelse set i lyset af den fortsat høje inflation og de tiltagende renter på tværs af lande. For Danmarks primære aftagerlande set under ét blev den samlede vækst i 2022 også ca. ½ pct.point højere end lagt til grund i efterårsprognosen. Den højere vækst gennem 2022 betyder, at aktivitetsniveauet ved indgangen til 2023 var højere end forudsat. Dette er en medvirkende årsag til, at de internationale prognosemageres vækstskøn for 2023 i blandt andet USA og euroområdet gradvist er blevet opjusteret siden slutningen af 2022, jf. figur II.3.

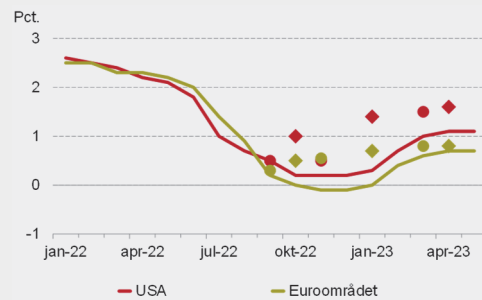
**FIGUR II.2 FORVENTET OG FAKTISK BNP-VÆKST I 2022**

Økonomierne viste sig mere robuste i 2022 end forudsat, ...



**FIGUR II.3 FORVENTET BNP-VÆKST I 2023**

... hvilket har bidraget til højere forventninger til væksten i 2023.



Anm.: I figuren til venstre viser søjlerne vækstskønnene for 2022 for udvalgte lande samt det sammenvæjdede BNP i Danmarks primære aftagerlande, som lå til grund for prognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Trekkanterne viser den faktiske vækst. I figuren til højre viser de fuldt optrukne linjer udviklingen i Consensus-forventningerne til væksten i USA hhv. euroområdet i 2023. Cirklerne angiver skønnene fra OECD's seneste prognoser, mens diamanterne angiver skønnene fra IMF's seneste prognoser.

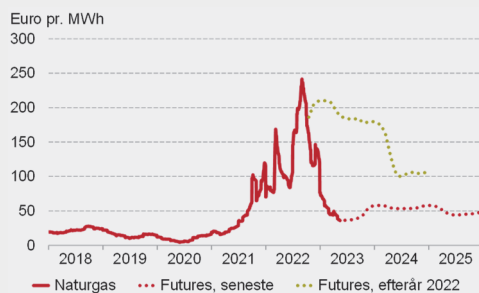
Kilde: Consensus Economics, diverse udgivelser, IMF, *World Economic Outlook*, diverse udgivelser, OECD, *Economic Outlook*, diverse udgivelser.

**Bedre udvikling  
afspejler især lavere  
energipriser, ...**

De seneste prognoser fra IMF (2023a, 2023b) peger på flere årsager til, at aktiviteten endte på et højere niveau i 2022 end skønnet. En væsentlig årsag er udviklingen i naturgasprisen, som er faldet både markant hurtigere og i et større omfang end ventet i futuresmarkederne i efteråret, jf. figur II.4. Naturgasprisen er aktuelt omkring 80 pct. lavere end både niveauet i sensommeren 2022 og markedsforventningerne i efteråret til naturgasprisen i starten af 2023. De seneste markedsforventninger indikerer, at gasprisen vil forblive på omtrent det nuværende niveau over de kommende år. Det indebærer, at futurespriserne for udgangen af 2024 er næsten halveret sammenlignet med efteråret.

**FIGUR II.4 NATURGASPRIS**

Prisen på naturgas er faldet markant mere og hurtigere end ventet i efteråret, ...

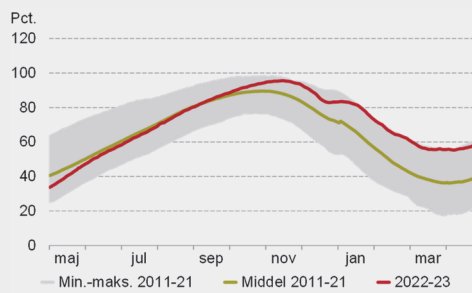


Anm.: I figuren til venstre viser den fuldt optrukne røde linje den faktiske udvikling i naturgasprisen fra *Dutch Title Transfer Facility* (TTF). Seneste observation er 15. maj 2023. Den grønne prikkede kurve viser futurespriserne, som lå til grund for prognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, mens den røde prikkede kurve viser et to-ugers glidende gennemsnit af de seneste futurespriser. Figuren til højre viser udviklingen i naturgaslagrene gennem året i 2022-23 og tidligere år. Seneste observation er april 2023.

Kilde: Macrobond.

**FIGUR II.5 NATURGASLAGRE**

... hvilket også afspejles i et højt niveau for naturgaslagrene relativt til andre år.



**... som øger  
købekraft og  
mindsker usikkerhed**

Faldet i naturgasprisen afspejler blandt andet energibesparende tiltag og omstilling af energikilder blandt de europæiske husholdninger og virksomheder samt en øget tilgang af flydende naturgas (LNG) som erstatning for russisk gas. Energiefterspørgslen er dog også blevet holdt nede af en relativt mild vinter, som har mindsket opvarmningsbehovet. Som konsekvens heraf befinder de europæiske naturgaslagre sig aktuelt på et højt niveau sammenlignet med tidligere år, jf. figur II.5. Lavere energipriser har en direkte positiv effekt på købekraften og udgifterne blandt de husholdninger og virksomheder, der har været ramt



af prisstigningerne. De lavere priser har dermed bidraget til at understøtte forbrug og investeringer i slutningen af 2022. Herudover kan mindsket usikkerhed om energiforsyningssituation have en indirekte positiv effekt på forbrugs- og investeringslysten. De lavere energipriser kan derfor være en medvirkende årsag til, at forbrugertilliden de seneste måneder har vist tegn på bedring i mange lande.

**Større forbrugsbehov understøttet af høj opsparring og beskæftigelse**

Det relativt robuste private forbrug gennem 2022 indikerer desuden et større opsparet forbrugsbehov efter coronapandemien i husholdningerne, særligt efter serviceydelser. Forbrugsmulighederne er blandt andet blevet understøttet af de akkumulerede opsparinger under pandemien. Særligt i USA er der tegn på, at husholdningerne har anvendt opsparingerne til at modgå den negative forbrugseffekt fra lavere realindkomster, da opsparingsraten her er faldet til et lavt niveau. Forbrugsmulighederne er ligeledes blevet understøttet af fortsat beskæftigelsesfremgang og faldende ledighed i både USA og euroområdet i den sidste del af 2022. Fremgangen har resulteret i, at ledigheden i begge områder nu er faldet til et lavere niveau end i perioden op til finanskrisen.

**Større omfang af finanspolitisk støtte end ventet**

Den private efterspørgsel er ligeledes blevet understøttet af de finanspolitiske støtteordninger, som er blevet iværksat for at kompensere husholdninger og virksomheder for de høje energipriser. Støtteordningerne har ifølge IMF generelt været mere omfattende end lagt til grund i vurderingerne igennem 2022 og har derigennem bidraget til at dæmpe gennemslaget fra den høje inflation til forbrug og investeringer i større omfang end ventet. Der skete en opstramning af den samlede finanspolitik i 2022 i takt med udfasningen af coronahjælpepakkerne, men finanspolitikken var stadig lempelig med strukturelle underskud i både USA og euroområdet.

## **PROGNOSER UNDERVURDEREDE INFLATIONEN I 2022**

**Prognoser undervurderede inflationen i 2022**

Inflationen endte i mange lande på et højere niveau i 2022 end forudsagt af inflationsprognoserne gennem året. En mulig forklaring på dette er, at efterspørgslen på den ene side blev stærkere og udbudsbe- grænsningerne på den anden side større end ventet, hvilket resulterede i en større overefterspørgsel i økonomien, jf. f.eks. Danmarks Nationalbank (2023a). Et konkret eksempel på en uforudset udbudsbe- grænsning var, da der i sensommeren blev lukket for gasleverancerne fra Rusland til de europæiske lande via Nord Stream 1. Dette medførte et negativt udbudsstød på gasmarkedet og gav anledning til en kraftig stigning i energipriserne.

**Fejlskøn kan skyldes utilstrækkeligt fokus på pengemængde**

En anden potentiel forklaring på undervurderingen af inflationen kan være, at prognosemagere ikke i tilstrækkelig grad tog højde for den information, væksten i pengemængden kunne tilføre til forudsigelser af inflationen, jf. også boks II.1. I en ny analyse viser Borio mfl. (2023), at gabet mellem den faktiske og forudsagte inflation i 2021 og 2022 generelt var større i lande med en højere forudgående vækst i pengemængden. Selvom denne sammenhæng er et udtryk for korrelation og ikke nødvendigvis en årsagssammenhæng, kan det ifølge Borio mfl. (2023) ikke desto mindre være en indikation af, at forudsigelsesfejlene kunne være mindsket, hvis der i højere grad var blevet indarbejdet information om udviklingen i pengemængden i inflationsprognoseerne.

**Prognoser kan have undervurderet prispres fra lønninger ...**

Inflationsfejlskønnene kan muligvis også tilskrives, at prognoserne har undervurderet det indenlandske prispres, der kan opstå fra stigende lønninger og enhedsprofitter. I en amerikansk kontekst viser Benigno og Eggertsson (2023), at der eksisterer en betydelig ikke-linearitet i sammenhængen mellem kapacitetspres på arbejdsmarkedet og inflationen. Det betyder, at sammenhængen bliver betydeligt stærkere, når kapacitetspreset rammer et tilstrækkeligt højt niveau.<sup>1</sup> Presset på det amerikanske arbejdsmarked steg i løbet af 2021 netop til et niveau, hvor reaktionen i inflationen typisk bliver kraftigere. Benigno og Eggertsson (2023) peger derfor på, at prognosemagerne kan have undervurderet inflationen ved ikke i tilstrækkelig grad at tage højde for ikke-lineariteten i sammenhængen mellem kapacitetspres og inflation.

**... og enhedsprofitter**

I tillæg til et større prispres fra lønninger kan det heller ikke afvises, at udviklingen i virksomhedernes profitter har bidraget mere til det indenlandske prispres end lagt til grund i prognoserne. En opgørelse fra Danmarks Nationalbank (2022) viser, at enhedsprofitterne er steget i såvel USA som euroområdet siden 2021, omend mest markant i USA. For euroområdet viser en dekomponering af den indenlandske genererede inflation tilsvarende, at både lønninger og enhedsprofitter har bidraget til det tiltagende prispres siden anden halvdel af 2021, jf. Arce mfl. (2023). Enhedsprofitterne er især steget i de brancher, som har oplevet stigende priser (energiforsyning og fødevarer) og høj efterspørgsel (f.eks. byggeri).

---

1) Dette skifte i sammenhængen mellem kapacitetspres og inflation opstår ifølge teorien, fordi lønvæksten drives op, når der er flere ledige stillinger end ledige til at besætte dem. Når ledigheden omvendt er høj, sker der ikke et tilsvarende fald i lønningerne, fordi lønmodtagerne er tilbageholdende med at acceptere lavere løn, jf. Benigno og Eggertsson (2023). Bemærk at tilfældet, hvor antal ledige stillinger svarer til antal ledige, ifølge Michaillat og Saez (2022) netop svarer til det såkaldte efficiente niveau for stramheden på arbejdsmarkedet, jf. også afsnit II.3.

**BOKS II.1 PENGEMÆNGDE OG INFLATION**

Sammenhængen mellem pengemængde og inflation beskrives i økonomisk teori med afsæt i kvantitetsligningen:

$$M \cdot V = P \cdot Y,$$

hvor  $M$  er den nominelle pengemængde,  $V$  er pengenes omløbshastighed,  $P$  er prisniveauet i økonomien, og  $Y$  er produktionen af varer og serviceydelser. Produktionen er typisk bestemt fra udbudssiden af økonomien, dvs. den tilgængelige mængde af arbejdskraft og produktionskapacitet samt den teknologiske udvikling. Derfor vil en forøgelse af pengemængden ifølge kvantitetsligningen medføre højere priser, hvis pengenes omløbshastighed holdes konstant. Omløbshastigheden er imidlertid ikke nødvendigvis konstant, da den blandt andet afhænger af pengeefterspørgslen i økonomien. Pengemængden kan derfor i princippet øges, uden at det resulterer i højere priser, såfremt pengeefterspørgslen stiger tilsvarende, og omløbshastigheden dermed falder. Kvantitetsligningen illustrerer dermed under hvilke forudsætninger, pengemængdeudviklingen kan være forklarende for inflationen.

Siden 1990'erne er pengemængdens betydning i den pengepolitiske debat gradvist blevet nedtonet til fordel for argumenter, der forklarer inflationen med udgangspunkt i Phillips-kurven. Ifølge Phillips-kurven afhænger inflationen grundlæggende af kapacitetspresset i økonomien og inflationsforventningerne. Centralbankerne kan med udgangspunkt i denne tankegang påvirke inflationen gennem rentedannelsen, der indgår i bestemmelsen af den økonomiske aktivitet. Lidt forenklet er pengemængden i denne sammenhæng ikke interessant i sig selv, da den blot vil tilpasse sig renteniveauet. I 2020 voksede pengemængden imidlertid kraftigt i mange lande som følge af den lempelige finans- og pengepolitik, der blev iværksat under covid-19-pandemien.

Borio mfl. (2023) viser, at der på tværs af lande kunne observeres en statistisk signifikant sammenhæng mellem vækst i pengemængden i 2020 og inflationen i 2021 og 2022. Desuden overgik inflationen i 2021 og 2022 i mange lande inflationsprognoserne, og Borio mfl. (2023) viser, at fejlskønnene typisk var større ved højere forudgående vækst i pengemængden. Borio mfl. (2023) finder desuden, at sammenhængen mellem vækst i pengemængden og efterfølgende inflation er svag i perioder præget af lav inflation, mens der modsat er en stærk sammenhæng i perioder præget af høj inflation. Væksten i pengemængden kan derfor muligvis ses som et tidligt varsel om, at der er inflation på vej. Det er særligt relevant i transitionsperioder fra lav til høj inflation, hvor standardmodeller typisk har vanskeligt ved at forudsige inflationsudviklingen, jf. Borio mfl. (2023).

Selvom disse sammenhænge ikke nødvendigvis afspejler en årsagssammenhæng, kan det ifølge Borio mfl. (2023) ikke desto mindre indikere, at kapacitetspres i økonomien ikke har været tilstrækkeligt til at forklare stigningen i inflationen, og at udviklingen i pengemængden kan have haft en selvstændig forudsigelseskraft. Borio mfl. (2023) tilbyder dog ikke nogen teoretisk forklaring på, hvorfor dette kan være tilfældet, men lægger op til, at spørgsmålet skal undersøges nærmere.

## AFTAGENDE, MEN FORTSAT HØJT INFLATIONSPRES

### Den samlede inflation falder, ...

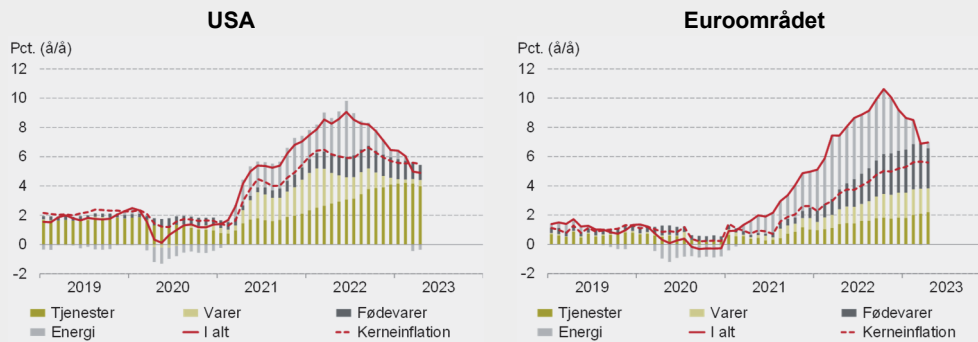
Efter at have toppet på høje niveauer i 2022 på omkring 10 pct. er den samlede inflation på vej ned i både USA og euroområdet, jf. figur II.6. I USA nåede inflationen sit højeste niveau i juni sidste år med 9,1 pct. og er siden faldet til 4,9 pct. i april i år. Det er det laveste niveau siden maj 2021. I euroområdet toppede inflationen lidt senere med 10,6 pct. i oktober 2022 og er siden faldet til 7 pct. i april 2023. Det er på niveau med inflationen i de første måneder af 2022, lige før krigen i Ukraine brød ud.

### ... men prispresset er fortsat højt

Udviklingen i kerneinflationen, som måler inflationen renset for det direkte bidrag fra energi- og fødevarerpriser, viser imidlertid, at det underliggende prispress i økonomierne fortsat er højt. I euroområdet er udviklingen i kerneinflationen ikke for alvor vendt og var senest 5,6 pct. i april. I USA toppede kerneinflationen i efteråret sidste år med 6,6 pct., men er siden kun faldet svagt til 5,5 pct. i april. Det vedvarende underliggende prispress peger i retning af, at kerneinflationen og dermed inflationen kan forblive over centralbankernes målsætninger på omkring 2 pct. i en længere periode.

FIGUR II.6 INFLATION OG KERNEINFLATION

Den samlede inflation er på vej ned, men det underliggende prispress, målt ved kerneinflationen, 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 summerer præcist til den samlede inflation. De to grønne søjler med inflationsbidraget fra varer og tjenester svarer til inflationsbidraget fra kerneinflationen. Seneste observation er april 2023.

Kilde: Macrobond, Eurostat og egne beregninger.

**Høj kerneinflation skyldes både høj efterspørgsel og lavere udbud**

Blandt de europæiske lande kan den høje kerneinflation i større omfang end i USA tilskrives det markante stød til energipriserne i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine, som gradvist har spredt sig til andre varer og tjenester i økonomien (såkaldte andenrunde effekter), jf. *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Omvendt har den høje kerneinflation i USA i større omfang været drevet af høj efterspørgsel og et større lønpres. Dette afspejles også i, at kerneinflationen i USA efterhånden næsten udelukkende trækkes af tjenester, som er den del af forbruget, der især er steget efter pandemien.

**Lavere inflation skyldes primært lavere energipriser**

I både USA og euroområdet kan faldet i den samlede inflation især tilskrives et aftagende bidrag fra forbrugerpriserne på energi, og i de seneste måneder har energipriserne ikke bidraget til inflationspresset, jf. figur II.6. Dette afspejler faldet i energipriserne siden efteråret, men også såkaldte basiseffekter, som bevirker, at inflationen alt andet lige vil være lavere, når der sammenlignes med de samme måneder sidste år, hvor prisniveauet var højt. Desuden bidrager finanspolitiske lempelser i form af afgiftsnedsættelser til at mindske inflationsbidraget fra energipriserne i euroområdet.<sup>2</sup>

**Fødevarerpriser bidrager fortsat positivt til inflation**

I modsætning til energipriserne bidrager fødevarerpriserne fortsat positivt til inflationen i både USA og euroområdet, jf. figur II.6. Ifølge FAO's fødevarerprisindeks har de globale råvarepriser på fødevarer været aftagende siden marts 2022, hvilket isoleret set tilsiger, at inflationsbidraget fra fødevarerpriserne gradvist må forventes at aftage.<sup>3</sup> Historiske erfaringer viser dog, at prisændringer på uforarbejdede fødevarer har tendens til at slå fuldt igennem med en forsinkelse på op til halvdelen år, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Det er derfor forventeligt, at faldet i råvarepriserne endnu ikke afspejles fuldt ud i forbrugerpriserne på fødevarer. Dertil kommer, at slutprisen på fødevarer også afhænger af prisen på andre produktionsinputs, herunder løn-, transport- og arbejdsomkostninger, som også er steget det seneste år.

**Inflation påvirkes af modsatrettede drivkræfter**

Inflationen påvirkes i den kommende tid af modsatrettede drivkræfter. På den ene side er der tegn på et aftagende prispres fra produktionskæderne med kraftige fald i årsstigningstakten i producentpriserne.<sup>4</sup> Dette skal blandt andet ses på baggrund af de faldende fragtrater og energipriser på globalt plan. Det lavere pres på virksomhedernes in-

2) Det betyder dog også, at der isoleret set vil komme et positivt inflationsbidrag fra energipriserne, når disse midlertidige tiltag udløber.

3) FAO står for FN's fødevarer- og landbrugsorganisation.

4) Producentprisindekset angiver prisen på varer i første omsætningsled, dvs. mellem virksomhederne.

putpriser vil forventeligt efterhånden slå igennem på de generelle forbrugerpriser i økonomien. Dertil kommer, at væksten i pengemængden er aftaget siden 2021, hvilket ligeledes kan understøtte, at det inflationsnære pres er aftagende, jf. boks II.1 ovenfor. På den anden side ventes et højt indenlandsk genereret prispres at holde kerneinflationen oppe de førstkomende år. Dette afspejler blandt andet udsigten til højere lønstigninger i lyset af reallønstab i 2022 og de stramme arbejdsmarkeder på tværs af lande. Det kan dog heller ikke afvises, at virksomhederne vil være i stand til fortsat at øge deres profitmarginer.

**Internationale prognoser venter, at inflation gradvist falder til 2 pct.**

I de seneste internationale prognoser fra EU-Kommissionen i maj 2023 og IMF i april 2023 forventes inflationen og kerneinflationen gradvist at falde tilbage de kommende år i takt med, at faldet i reallønnen og de pengepolitiske stramninger slår igennem på efterspørgslen. Dog har det underliggende prispres i økonomierne indtil videre vist sig mere vedholdende end ventet, og derfor forventes nu især kerneinflationen at befinde sig på et højere niveau de førstkomende år end tidligere forudsat. For de avancerede økonomier vurderer IMF overordnet, at inflationen som årsgennemsnit vil nå tilbage på omkring 2 pct. i 2025. Udviklingen i den udenlandske inflation vil også have indflydelse på, hvordan den danske inflation udvikler sig i de kommende år gennem prisen på importerede varer og tjenester, jf. afsnit II.3.

**Usikkerhed knyttet til inflationseskøn**

Det skal understreges, at inflationsudviklingen fortsat er forbundet med betydelig usikkerhed, og den globale inflation kan både vise sig at falde langsommere og hurtigere end lagt til grund i de internationale prognoser. På den ene side er der en frygt for, at den høje kerneinflation vil bide sig fast og lede til høj inflation i en længere periode. På den anden side kan den seneste udvikling i indikatorer som producentpriserne og pengemængden muligvis pege i retning af, at inflationen kommer til at falde hurtigere end forventet.

### **INFLATIONSFORVENTNINGER STABILE PÅ LANG SIGT**

**Der findes ikke et enkelt mål for inflationsforventningerne**

Det er en afgørende forudsætning, at inflationsforventningerne forbliver forankrede, hvis inflationen efterhånden skal vende tilbage til centralbankernes inflationsmålsætninger på omkring 2 pct. Der findes ikke et enkelt mål for inflationsforventningerne i økonomien, da forskellige aktører kan have forskellige forventninger til den fremtidige prisudvikling. Det er imidlertid relevant at skelne mellem forskellige aktørers inflationsforventninger, da inflationsforventningerne kan have forskellige implikationer for både prisudviklingen og realøkonomien afhængigt af, hvilke aktørers forventninger der betragtes, jf. *Dansk Økonomi, forår 2022* og ECB (2021).

**Forskellige aktørers forventninger påvirker priser og realøkonomi forskelligt**

Husholdningers og virksomheders forventninger til inflationen kan eksempelvis påvirke pris- og løndannelsen og derigennem den faktiske prisudvikling. Omvendt har inflationsforventningerne på de finansielle markeder betydning for udviklingen i renter og aktivpriser, mens inflationsforventningerne blandt professionelle prognosemagere kan påvirke inflationsforventningerne blandt andre økonomiske aktører. Inflationsforventningerne kan desuden have indflydelse på forbrugs- og investeringsbeslutningerne blandt husholdninger og virksomheder. Flere empiriske studier har vist, at både husholdninger og virksomheder har tendens til at tolke stigende priser som et udtryk for en forværring af de økonomiske udsigter. Derfor kan en stigning i inflationsforventningerne lede til et fald i det private forbrug blandt husholdningerne, mens der blandt virksomhederne kan være en tendens til at reducere investeringsomfanget og antallet af medarbejdere, jf. Coibon mfl. (2020, 2021, 2022).

**De kortsigtede forventninger er steget, ...**

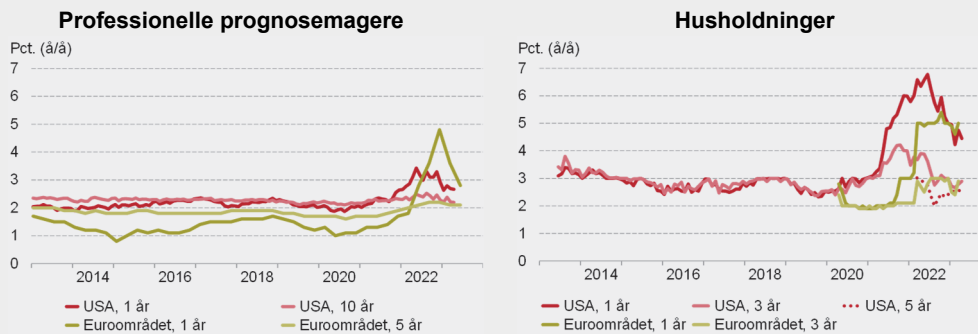
I USA og euroområdet indsamles både information om husholdningernes og de professionelle prognosemageres inflationsforventninger på kort og længere sigt for at få et billede af, om inflationsforventningerne fortsat er forankrede. Derudover er det muligt at opgøre de finansielle markeders implicitte forventninger til inflationen. På kort og mellemlang sigt vil inflationsforventningerne i høj grad være drevet af det aktuelle niveau for inflationen. Derfor er det også forventeligt, at der er sket en stigning i både professionelle prognosemageres og husholdningers forventninger til inflationen et til tre år frem i tid, jf. figur II.7.

**... men på lang sigt er forventningerne stadig forankrede**

Inflationsforventningerne på længere sigt er i højere grad et mål for troværdigheden af centralbankernes inflationsmål. På tværs af aktører er der tegn på, at de højere inflationsforventninger på kort sigt kun i meget begrænset omfang har sat sig i forventningerne på lang sigt. Blandt professionelle prognosemagere har der eksempelvis været en svag stigning i de langsigtede forventninger, men i takt med, at inflationen er begyndt at falde, er denne udvikling også vendt, jf. figur II.7. En omtrent tilsvarende udvikling gør sig gældende på de finansielle markeder og blandt de amerikanske husholdninger, som siden januar sidste år er blevet spurgt til deres inflationsforventninger på en femårig tidshorisont af New York Fed. Overordnet set er der derfor stadig tegn på forankrede inflationsforventninger i USA og euroområdet. Dette er en medvirkende årsag til, at IMF i deres seneste vurdering forventer, at inflationen vil falde tilbage til omkring 2 pct. og ikke leder til en lønprisspiral.

**FIGUR II.7 SPØRGESKEMABASEREDE INFLATIONSFORVENTNINGER**

For kortere tidshorisonter ligger inflationsforventningerne over centralbankernes målsætninger. På lang sigt er inflationsforventningerne dog fortsat forankrede.



Anm.: For professionelle prognosemageres inflationsforventninger er for USA anvendt Philadelphia Fed's *Aruoba Term Structure of Inflation Expectations*, mens der for euroområdet er anvendt ECB's *Survey of Professional Forecasters*. For husholdningerne er for USA anvendt New York Fed's *Survey of Consumer Expectations*, mens der for euroområdet er anvendt ECB's *Consumer Expectations Survey*. Seneste observation er april 2023 for USA og 2. kvartal 2023 hhv. marts 2023 for professionelle prognosemagere hhv. husholdninger i euroområdet.

Kilde: Macrobond.

### ECB FORTSÆTTER STRAM PENGEPOLITIK I 2023

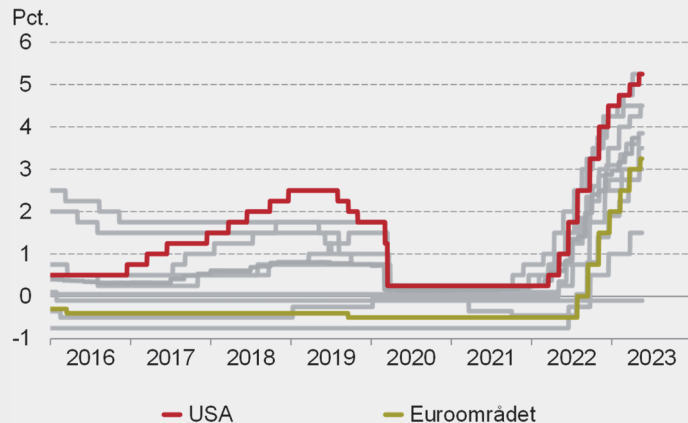
#### Centralbanker reagerer på fortsat høj inflation

Den høje inflation har allerede givet anledning til betydelige pengepolitiske stramninger i mange lande. Inflationspresset har imidlertid vist sig mere vedholdende end ventet, hvilket har udløst et behov for yderligere pengepolitiske stramninger. I størstedelen af de avancerede økonomier har centralbankerne derfor fortsat renteforhøjelserne i den første del af 2023, jf. figur II.8. Rentestigningerne er sket i hastigt tempo, og renterne er nu på det højeste niveau i over ti år i både USA og euroområdet. Den amerikanske centralbank (Fed) har samlet hævet renten med 5 pct.point frem til maj i år, siden rentestigningerne begyndte i marts 2022. Markederne forventer medio maj, at rentetoppen er omtrent nået i USA. Den europæiske centralbank (ECB) hævdede renten første gang i juli 2022 og har i maj 2023 samlet hævet renten med 3,75 pct.point til den nuværende indlånsrente på 3,25 pct.



FIGUR II.8 CENTRALBANKRENTER

Centralbankerne i de avancerede økonomier har strammet pengepolitikken væsentligt siden 2022.



Anm.: De lysegrå kurver viser udvalgte avancerede økonomier. Seneste observation er 17. maj 2023.

Kilde: Macrobond.

**ECB ventes at hæve renten yderligere ½ pct.point**

ECB ventes at fortsætte den stramme pengepolitik i 2023 som reaktion på den fortsat høje kerneinflation. Konkret lægges det i nærværende prognose til grund, at ECB vil hæve renten, indtil den rammer 3,75 pct. i sommeren 2023. Dermed ender de samlede renteforhøjelser siden sommeren 2022 på 4,25 pct.point. Dette er i overensstemmelse med markedsforventningerne til ECB. Renten skønnes at forblive på 3,75 pct. indtil foråret 2024, hvorefter renten igen langsomt sænkes. De pengepolitiske renter i euroområdet ventes dermed at forblive på et højere niveau og i en længere periode sammenlignet med forudsætningerne i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Renteprognosen er yderligere uddybet senere i afsnittet i boks II.4.

**ECB stopper opkøbsprogrammet APP**

ECB annoncerede ved sit møde i maj 2023 intentionen om at udfase opkøbsprogrammet APP (*asset purchase programme*) fra juli 2023 og dermed stoppe reinvesteringerne gennem programmet. Annulleringen af opkøbsprogrammet fungerer som en opstramning af pengepolitikken, da det reducerer efterspørgslen efter statsobligationer, hvilket lægger et opadgående pres på renten. Annulleringen af opkøbsprogrammet kan isoleret set betyde, at der sker en udvidelse af rentespændet mellem den tyske statsobligation og specielt de italienske og græske statsobligationer, idet opkøbsprogrammet i høj grad har været

målrettet opkøb af italienske og græske statsobligationer. Rentespændene til Tyskland kan dog blive holdt i ro gennem ECB's brug af opkøbsprogrammet TPI (*transmission protection instrument*), som har til formål at sikre en effektiv transmission af pengepolitikken på tværs af eurolandene, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Siden sommeren 2022 er rentespændet til den tyske statsobligation reduceret for både de italienske og græske statsobligationer.

#### Finansiell uro i 2023

I begyndelsen af marts 2023 opstod der øget usikkerhed på de finansielle markeder, da den amerikanske Silicon Valley Bank måtte sælge obligationer med et stort tab for at rejse likviditet. Flere amerikanske banker oplevede tilsvarende likviditetsproblemer og måtte modtage hjælp fra Fed. Uroen medførte blandt andet, at Silicon Valley Bank måtte lukke. I Europa kom den schweiziske bank Credit Suisse under fornyet pres og måtte opkøbes af konkurrenten UBS med flere garantier fra den schweiziske centralbank. Uroen blussede op i USA igen sidst i april, hvor First Republic Bank måtte opkøbes af storbanken J.P. Morgan. Uroen spredte sig også til en række mindre regionale banker i USA. Generelt formodes de europæiske samt de største amerikanske banker at være mindre sårbare end de regionale amerikanske banker, da førstnævnte er underlagt en strengere finansiell regulering, jf. IMF (2023c).

#### Den finansielle stress er aftaget

Bankuroen i marts resulterede i, at markedsforventningerne til både ECB's og Fed's fortsatte rentestigninger faldt markant, idet markedet spekulerede i, at centralbankerne ville tøve med flere rentestigninger, da det kunne forstærke den finansielle uro og i værste tilfælde fremkalde en ny finansiell krise. I euroområdet faldt markedsforventningerne til de samlede rentestigninger med næsten 100 basispunkter. Centralbankernes ageren medvirkede imidlertid til, at bankuroen blev inddæmmet. En sammensat indikator for finansiell stress tyder derfor også på, at uroen er mindsket siden starten af marts 2023 i både USA og euroområdet, jf. figur II.9. Den finansielle stress steg igen i USA i forbindelse med den fornyede uro ultimo april, men indikatoren befinder sig stadig på et betydeligt lavere niveau end i marts.

#### Bankuro kan påvirke aktivitet gennem strammere kreditvilkår

Der er flere indikationer på, at kreditvilkårene i USA er blevet strammet, siden de pengepolitiske stramninger begyndte. Blandt andet kan der observeres en stigning i andelen af nye kreditansøgninger, der bliver afslået. Der er en risiko for, at bankuroen har ledt til yderligere stramninger af kreditvilkårene, såfremt bankerne er blevet mere påpasselige med at yde lån til virksomheder og husholdninger. Hvis dette er tilfældet, kan bankuroen ende med at virke afdæmpende på realøkonomien. Det kan dog samtidig betyde, at behovet for pengepolitiske stramninger fra centralbankernes side bliver mindre.

**FIGUR II.9 FINANSIEL STRESS**

En sammensat indikator for stress i den finansielle sektor steg i forbindelse med bankroen i begyndelsen af marts 2023, jf. venstre figur. Den finansielle stress nåede ifølge indikatoren dog ikke op på samme niveau som forud for og under den finansielle krise i slutningen af 2000'erne, jf. højre figur. Siden marts er den finansielle stress ifølge indikatoren faldet, men befinder sig stadig på et højere niveau end i perioder uden finansiell stress.



Anm.: Figuren viser udviklingen i *New Composite Indicator of Systemic Stress (NEW CISS)*, som er udviklet af ECB. Indikatoren sammenfatter 15 markedsbaserede indikatorer for finansiell stress, eksempelvis markedsvolatilitet. Seneste observation er 16. maj 2023.

Kilde: Macrobond.

## PENGEPOLITIK PÅVIRKER ØKONOMIEN MED FORSINKELSE

### Pengepolitiske stramninger slår igennem med forsinkelse

Når centralbankerne hæver de pengepolitiske renter, lægger det et nedadrettet pres på efterspørgslen i økonomien, som dæmper det samlede prispres. Der er imidlertid usikkerhed knyttet til, hvornår og hvor hårdt rentestigningerne slår igennem på aktiviteten i økonomien og dermed inflationen. Det skyldes, at centralbankernes pengepolitik først skal påvirke markedsrenterne i økonomien, hvorefter markedsrenterne skal slå igennem på aktiviteten og dernæst inflationen, jf. boks II.2.

**BOKS II.2 TIDSHORISONT FOR TRANSMISSION AF PENGEPOLITIK***Gennemslag på aktiviteten*

Der er flere årsager til, at renteændringer ikke slår igennem på realøkonomien med det samme. Fra husholdningernes side vil det eksempelvis i første omgang kun være husholdninger, der vælger at optage et nyt lån, der bliver påvirket af renteændringen. For eksisterende låntagere vil renteændringen kun få effekt, hvis lånet er variabelt forrentet. Hvor hurtigt renteændringen slår igennem for disse låntagere afhænger af, hvor ofte lånet rentetilpasses. Blandt virksomhederne kan reaktionen på renteændringer også opstå med en vis forsinkelse, fordi investeringer typisk er forbundet med en længere planlægningshorisont.

*Gennemslag på inflationen*

Den endelige reaktion i inflationen vil afhænge af, hvor hurtigt priserne i økonomien tilpasser sig en ændring i efterspørgslen. Der kan eksempelvis opstå træghed i pristilpasningen, fordi der for virksomhederne er omkostninger forbundet med at ændre i priserne. Dertil kommer, at virksomhederne kan være tilbageholdende med at ændre priserne med det samme, fordi der er usikkerhed forbundet med at afgøre, om ændringen i efterspørgslen afspejler en midlertidig eller mere længevarende ændring. Samtidig kan der være en tendens til, at priserne reagerer langsommere i lande med en stor servicesektor, da priserne ofte er mere rigide i denne branche. Dette skyldes primært to faktorer, jf. Cœuré (2019) samt Galesi og Rachedi (2019). For det første udgør lønninger en større andel af de samlede produktionsomkostninger i servicebranchen. Eftersom lønnen typisk er relativt rigid, bliver det også tilfældet for priserne. For det andet er enhedsprofitterne generelt højere i service-sektoren, hvilket afspejler, at servicesektoren generelt er mindre udsat for global konkurrence. Dette tillader, at servicevirksomheder kan justere deres priser mindre ofte.

*Estimerede tidshorisonter for den fulde transmission af pengepolitikken*

Studier, der undersøger transmissionen af pengepolitiske renteændringer til priserne, finder generelt, at der går relativt lang tid, før den fulde effekt indtræffer. Et metastudie finder eksempelvis, at den fulde transmissionstid til inflationen i en avanceret økonomi som den danske er på omtrent to til fire år, jf. Havranek og Rusnak (2013). Efter finanskrisen har centralbankerne benyttet flere pengepolitiske værktøjer end renteændringer i form af *forward guidance* og anvendelse af opkøbsprogrammer. Hvis pengepolitikken ansues samlet på baggrund af alle disse værktøjer, er det muligt, at transmissionen af pengepolitiske ændringer sker væsentligt hurtigere. Specielt *forward guidance* kan være med til at signalere til markederne, hvordan den pengepolitiske rente vil udvikle sig i fremtiden, hvilket kan få også de længere markedsrenter til at reagere, jf. IMF (2023b).

Doh og Foerster (2022) anvender en såkaldt proxy-rente som mål for den samlede pengepolitik i USA og finder, at der med dette mål sker en fuld transmission fra en pengepolitisk ændring til inflationen efter omtrent et år. Til sammenligning findes den fulde effekt først at indtræffe efter tre år, hvis der kun sker en ændring i den pengepolitiske rente. Dette er i overensstemmelse med de estimerede tidshorisonter i Havranek og Rusnak (2013). Resultatet i Doh og Foerster (2022) indikerer dermed, at nyere pengepolitiske værktøjer kan have øget hastigheden på transmissionen til prisniveauet i økonomien betydeligt.

**BOKS II.2 TRANSMISSION AF PENGEPOLITIK, FORTSAT**

For den aktuelle pengepolitiske opstramning i USA finder Doh og Foerster (2022), at proxy-renten allerede begyndte at stige fra midten af 2021, mens de faktiske rentestigninger først blev påbegyndt i foråret 2022. Dette understøttes af, at renterne på de lange statsobligationer også begyndte at stige i slutningen af 2021. Samtidig steg proxy-renten hurtigere end den faktiske rente i starten af 2022. Dette kan indikere, at en større del af de pengepolitiske stramninger allerede er blevet transmitteret til den amerikanske økonomi.

**Renteændringer har fuld effekt efter to til fire år**

Den empiriske evidens peger på, at der kan gå to til fire år, før en pengepolitisk renteændring er slået fuldt igennem på prisniveauet i økonomien, jf. Havranek og Rusnak (2013). Effekten slår dog gradvist igennem, og derfor vil der også før de to til fire år kunne observeres en effekt. Flere landespecifikke faktorer påvirker, hvor hurtigt effekten indtræffer. Transmissionstiden vil eksempelvis alt andet lige være kortere i lande, hvor en større del af gælden er variabelt forrentet. Omvendt kan en stor servicesektor medføre en langsommere transmissionstid, da priserne generelt er mere træge i denne branche.

**Ændringer i samlet pengepolitik kan have hurtigere effekt**

Udover at foretage ændringer i den toneangivende rente kan centralbankerne også gøre brug af andre pengepolitiske værktøjer, herunder *forward guidance* og opkøbsprogrammer, til at påvirke markedsrenterne i økonomien. Når de samlede pengepolitiske værktøjer anvendes, finder enkelte nyere studier en kortere transmissionstid til priserne på ned til et år, jf. f.eks. Doh og Foerster (2022). Det hurtigere gennemslag skyldes, at eksempelvis *forward guidance* kan signalere til markederne, hvordan den pengepolitiske rente vil udvikle sig i fremtiden. På denne måde kan centralbanken påvirke markedets forventninger og dermed også de længere renter.

**Opstramning af pengepolitik begyndte før renteforhøjelserne**

Denne mekanisme afspejles også i den aktuelle situation, hvor de lange statsobligationsrenter begyndte at stige, før centralbankerne begyndte de egentlige renteforhøjelser. Doh og Foerster (2022) estimerer på baggrund af amerikanske finansielle data derfor også, at den egentlige pengepolitiske opstramning i USA begyndte i midten af 2021, selvom selve renteforhøjelserne først blev påbegyndt i foråret 2022. På trods af, at der stadig er tale om få studier, kan de nyere resultater i litteraturen ikke desto mindre indikere, at en større del end hidtil antaget af den pengepolitiske opstramning i USA er slået igennem på priserne.

## FORDELINGSEFFEKTER AF INFLATION OG PENGEPOLITIK

### Både inflation og pengepolitik kan påvirke ulighed

Både inflation og de pengepolitiske reaktioner herpå i form af renteændringer kan have fordelingsmæssige virkninger. Inflation kan påvirke fordelingen i samfundet gennem tre kanaler: via forskelle i effekten på realindkomsten, ændringer i den reale værdi af formue og gæld samt via forskelle i forbrugssammensætningen, jf. f.eks. Cardoso mfl. (2022) og *Dansk Økonomi, forår 2022*. Da disse effekter kan pege i forskellige retninger, kan den samlede fordelingsmæssige effekt af inflation ikke afgøres på forhånd, men vil i stedet afhænge af det konkrete tilfælde.

### Tvetydig effekt af inflation på ulighed

Forskelle i påvirkningen på realindkomsterne kan eksempelvis opstå, fordi overførselsindkomster reguleres med en vis forsinkelse. Dette skaber et større reallønstab blandt overførselsindkomstmodtagere og trækker derfor i retning af større ulighed. Inflation medfører ligeledes en omfordeling fra långivere til låntagere, idet den reale værdi af både formue og gæld falder. I praksis vil det ofte betyde en omfordeling mellem generationer fra ældre til yngre personer. Forskelle i forbrugssammensætningen mellem husholdninger kan tilsvarende betyde, at nogle husholdninger rammes hårdere af prisstigningerne end andre, og den fordelingsmæssige effekt vil afhænge af, hvilke typer af husholdninger der påvirkes mest. Forskelle i forbrugssammensætningen har i praksis dog vist sig kun at have begrænset betydning for de fordelingsmæssige konsekvenser af inflation, jf. Cardoso mfl. (2022).

### Rentestigninger kan have positiv effekt på lighed

Mens den fordelingsmæssige virkning af inflation er tvetydig, forventes strammere pengepolitik overordnet at reducere både indkomst- og formueuligheden, jf. Andersen mfl. (2022).<sup>5</sup> Indkomstiligheden reduceres, da renteudgifterne oftest vil stige mest for de mere velstillede husholdninger. Dette skyldes, at disse husholdninger typisk har en højere bruttogæld. Derudover vil de mest velstillede husholdninger opleve et fald i dividender, kapitalafkast og erhvervsindkomster, idet rentestigninger reducerer den økonomiske aktivitet. Rentestigningerne medfører dog også et højere afkast på indeståender, hvilket trækker i retning af øget indkomstilighed. Andersen mfl. (2022) finder dog, at denne effekt er af en mindre størrelsesorden. Formueuligheden vil ligesom indkomstiligheden tendere til at falde, når renterne stiger, da mere velhavende husholdninger samlet set oplever en større negativ effekt på værdien af formuen, som både dækker over bolig- og aktieformuer.

---

5) Andersen mfl. (2022) undersøger effekterne af en lempelse i pengepolitikken og finder, at dette øger uligheden. Her beskrives den omvendte effekt af en pengepolitisk stramning.

### Fordelingseffekter kan påvirke effekt af pengepolitik

De fordelingsmæssige konsekvenser af pengepolitik kan have betydning for pengepolitikens stabiliserende effekt. Det skyldes, at mindre velstillede husholdninger typisk har en højere marginal forbrugstilbøjelighed end mere velstillede husholdninger. Når strammere pengepolitik har tendens til i mindre grad at påvirke mindre velstillede husholdninger, trækker det derfor umiddelbart i retning af en mindre samlet aktivitetseffekt og derfor en mindre stabiliserende virkning.

### LAV VÆKST PÅ DE DANSKE EKSPORTMARKEDER I 2023

#### Forventning om lav vækst i USA og Europa i 2023

I løbet af 2023 skønnes det store fald i husholdningernes købekraft kombineret med effekten af de højere renter efterhånden at slå igennem på efterspørgslen i de vestlige lande. Samtidig ventes tilbagerulningen af finanspolitiske støttetiltag, som understøttede realindkomsterne sidste år, at bidrage negativt til væksten. I den seneste prognose fra maj 2023 venter EU-Kommissionen derfor en betydelig vækstedgang i både Europa og USA i 2023. Selvom væksten ventes at være lav i et historisk perspektiv, vurderes der for de fleste lande ikke at blive tale om en decideret tilbagegang for året som helhed med negativ årsvækst i BNP.<sup>6</sup> I løbet af 2024 venter EU-Kommissionen, at væksten gradvist tager til i takt med, at tabet i realindkomsterne indhentes.

#### Tegn på vækstafmatning i de seneste kvartalers BNP-tal

De seneste kvartalers udvikling i BNP kan pege i retning af, at der er begyndt at ske en afmatning på tværs af lande. I USA har der siden det kortvarige fald i BNP i første halvår 2022 været fremgang i aktiviteten, men væksten er gradvist aftaget, og ifølge de foreløbige tal steg BNP kun ca. ¼ pct. i første kvartal 2023 sammenlignet med kvartalet inden. Der er dog stadig tegn på et stærkt privat forbrug med en kvartalsvis fremgang på næsten 1 pct. I euroområdet er der også gradvist sket en afmatning af væksten over det seneste år, og i de seneste to kvartaler har der ifølge de foreløbige tal været omtrent nulvækst i BNP. I fjerde kvartal blev dette blandt andet trukket af et fald i det private forbrug på knap 1 pct.

#### PMI peger på fremgang i servicesektoren

Udviklingen i PMI (*Purchasing Managers' Index*) indikerer, at væksten i begyndelsen af 2023 er drevet af servicesektoren, jf. figur II.10. PMI for servicesektoren er gradvist tiltaget siden slutningen af 2022 og har i de seneste måneder befundet sig i et terræn, der indikerer aktivitetsfremgang sammenlignet med den foregående måned. Omvendt har PMI for fremstillingssektoren været aftagende over en længere periode

6) Blandt Danmarks ni primære aftagerlande forventes kun en negativ årsvækst i Sverige og Storbritannien i 2023 på omtrent -½ pct. henholdsvis -¼ pct.

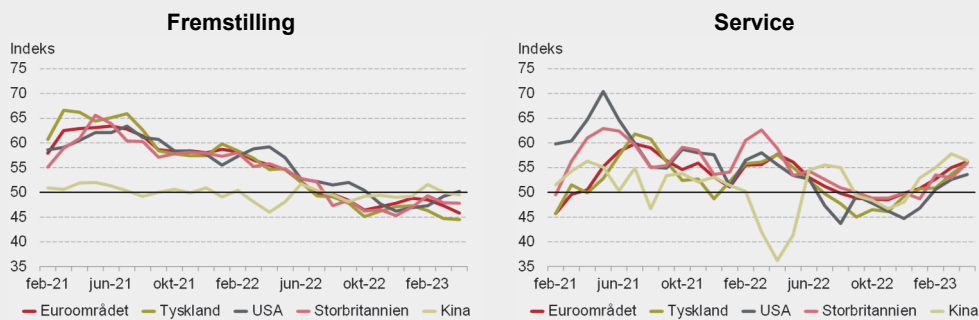
og har siden slutningen af 2022 befundet sig på et niveau, der normalt indikerer tilbagegang. Dette afspejles også i bidragene til inflationen, hvor tjenesteydelser trækker en stadig større del af inflationen, navnlig i USA. Det sammenvæjede PMI på tværs af brancherne indikerer, at der fortsat er aktivitetsfremgang i begyndelsen af andet kvartal 2023.

**Inverteret rentekurve i USA indikerer risiko for recession**

I USA har den såkaldte rentekurve, som angiver rentespændet mellem korte og lange statsobligationsrenter, siden efteråret været inverteret. Det betyder, at de korte statsobligationsrenter overstiger de lange. En invertering af rentekurven i USA har historisk været en ledende indikator for en recession indenfor et til to år, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2022* og Danmarks Nationalbank (2019a). Den inverterede rentekurve understøtter dermed forventningen om en aktivitetsafmatning i amerikansk økonomi, men indikerer også, at der kan blive tale om en egentlig aktivitetstilbagegang. Der kan imidlertid være argumenter for, at en invertering af rentekurven ikke længere udgør et lige så stærkt recessions-signal som tidligere, jf. boks II.3. Samtidig kan en eventuel recession også blot indebære omtrent stilstand i BNP med kun et svagt fald i aktiviteten. I de seneste internationale prognoser fra både EU-Kommissionen i maj og IMF i april skønnes væksten i USA i år at blive omtrent 1½ pct. Dette vil være konsistent med en svagt positiv vækst gennem resten af året. De seneste Consensus-forventninger er lidt lavere på 1,1 pct. og vil være konsistente med omtrent nulvækst resten af året.

**FIGUR II.10 PMI FOR UDVALGTE LANDE**

Mens PMI for fremstillingssektoren generelt peger på tilbagegang i aktiviteten på tværs af lande, peger PMI for servicesektoren omvendt på aktivitetsfremgang.



Anm.: Figurene viser PMI (*Purchasing Managers' Index*) fra S&P Global. PMI er et mål for indkøbschefernes vurdering af den økonomiske situation. For fremstilling er vist det samlede PMI, som er sammensat af fem underindeks bestående af nye ordrer, produktion, beskæftigelse, leverandørers leveringstider samt lagerbeholdning. For service er vist PMI for aktivitet i sektoren. Et indeks over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang). Seneste observation er april 2023.

Kilde: Macrobond.



**BOKS II.3 INVERTERING AF RENTEKURVEN**

Siden slutningen af 2022 har de korte renter været højere end de lange renter på amerikanske statsobligationer – en såkaldt invertering af rentekurven, jf. figur A. Inverteringen af rentekurven skyldes i høj grad, at de tiårige statsobligationer er stoppet med at stige, mens de kortere renter fortsat er stigende, jf. figur B. Dette afspejler, at de korte renter i højere grad er afhængige af den nuværende indlånsrente ved centralbankerne, mens de lange renter indpriser en forventning om, at centralbankernes renter vil falde over en lidt længere tidshorisont.

En invertering af rentekurven i USA har historisk været tegn på en recession indenfor et til to år, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Udviklingen i pengepolitiske værktøjer siden finanskrisen kan dog betyde, at en invertering af rentekurven i dag må forventes at være et svagere signal for en kommende recession end tidligere, jf. Danmarks Nationalbank (2019a). Det skyldes navnlig, at centralbankerne siden finanskrisen er begyndt at anvende opkøbsprogrammer, hvilket har bidraget til at øge efterspørgslen efter lange statsobligationer og dermed presse de lange renter ned. Lavere renter på de lange statsobligationer reducerer rentespændet mellem lange og korte renter og gør det dermed lettere for rentekurven at invertere.

I tillæg hertil er det værd at bemærke, at en recession rent definatorisk ikke nødvendigvis er udtryk for et kraftigt tilbageslag i økonomien. En recession kan også være udtryk for omtrent stilstand i økonomien med kun et meget begrænset fald i aktiviteten. Et eventuelt aktivitetsfald kan ligeledes afspejle, at BNP normaliseres fra et højt niveau, der ligger over det strukturelle.

**FIGUR A RENTEKURVE**

Anm.: Rentekurven viser forskellen mellem renten på en 10-årig statsobligation og en 2-årig hhv. 3-måneders statsobligation i USA. Seneste observation er 17. maj 2023.

Kilde: Macrobond.

**FIGUR B AMERIKANSKE STATS OBLIGATIONER****Begyndende tegn på afdæmpning af højt arbejdsmarkedspres**

EU-Kommissionen venter i deres majprognose, at vækstafmatningen kun vil give sig udslag i en svag stigning i ledigheden. Beskæftigelsesfremgangen ventes samtidig at fortsætte, men i et langsommere tempo end hidtil. På nuværende tidspunkt er arbejdsmarkedet fortsat

stærke i både USA og euroområdet med fortsat beskæftigelsesfremgang og lav ledighed. Mere fremadskuende indikatorer peger i retning af en begyndende afdæmpning af det høje kapacitetspres. Eksempelvis er antallet af ledige stillinger i både USA og euroområdet begyndt at falde, ligesom lidt færre virksomheder i euroområdet rapporterer om mangel på arbejdskraft som en begrænsende faktor. På trods af afdæmpningen er der ifølge indikatorerne dog fortsat tale om et højt pres.

**Genåbning i Kina udgør positivt vækstbidrag**

Mens de vestlige lande ventes at trække væksten ned på de danske eksportmarkeder i 2023, ventes fornyet fremgang i Kina ovenpå den fulde genåbning af økonomien og ophævelsen af nultolerancepolitikken overfor covid-19 at trække udlandsvæksten op. I første kvartal 2023 tiltog væksten i den kinesiske økonomi betydeligt fra omtrent ½ pct. i fjerde kvartal 2022 til ca. 2¼ pct. sammenlignet med forrige kvartal. Et opsving i Kina vil også have positive afsmittende effekter på efterspørgslen i andre lande gennem eksporten. Samtidig kan ophævelsen af restriktionerne i Kina bidrage til at dæmpe presset på de globale forsyningskæder, og dermed priserne, yderligere. Omvendt kan højere efterspørgsel i Kina også bidrage til at øge det globale prispres.

**Sammenvejret udlandsvækst skønnes at blive ca. 1 pct. i år ...**

Samlet set lægges det på baggrund af EU-Kommissionens seneste vurdering fra maj til grund, at den sammenvejede vækst i Danmarks primære aftagerlande bliver ca. 1 pct. i 2023 og godt 1½ pct. i 2024, jf. boks II.4. Sammenlignet med den seneste prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2022* indebærer prognosen en forholdsvis stor opjustering af den skønnede vækst i USA, Tyskland og Kina i 2023 på knap 1 pct. point. Opjusteringen skal ses i lyset af det bedre udgangspunkt ved indgangen til 2023, et betydeligt lavere niveau for energipriserne, end markedsforventningerne tilsagde i efteråret, samt den fulde genåbning af den kinesiske økonomi, som endnu ikke var indtruffet ved seneste prognose. I modsat retning trækker en mere vedvarende høj kerneinflation og deraf følgende større pengepolitiske stramninger end ventet i de internationale prognoser fra efteråret.

**... og dækker over forbedrede udsigter i flere lande**

På trods af den betydelige opjustering af væksten i flere lande er den sammenvejede BNP-vækst i aftagerlandene i 2023 kun opjusteret med ca. ¼ pct. point sammenlignet med den forrige prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Det skal primært ses i lyset af en nedjustering af væksten i Sverige, som fylder relativt meget i dansk eksport.<sup>7</sup> Samlet set betyder det lidt højere vækstskøn for 2023 samt den højere vækst gennem 2022, at aktivitetsniveauet på de danske eksportmarkeder ventes at blive højere i 2023 end lagt til grund i efteråret.

7) Nedjusteringen af væksten i Sverige i 2023 skal ses i lyset af, at svensk økonomi er præget af meget høj inflation og kerneinflation, ligesom boligpriserne er faldet kraftigt.

**BOKS II.4 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN**

Prognosen for væksten i Danmarks ni primære aftagerlande i 2023-24 tager udgangspunkt i den seneste vurdering fra EU-Kommissionen i maj 2023, jf. tabel A. Frem mod 2028 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD. For Danmarks seks primære konkurrentlande skønnes den sammenvejede lønvækst på baggrund af de seneste Consensus-skøn fra maj 2023 at blive knap 5 pct. i 2023 og ca. 3¼ pct. i 2024. I 2022 var lønvæksten godt 3¼ pct.<sup>A</sup>

For olieprisen forudsættes et årsniveau på knap 80 dollar pr. tønde i 2023 og knap 75 dollar pr. tønde i 2024. Skønnene i 2023-24 er baseret på udviklingen i futures. Herefter tilpasses olieprisen frem mod niveauet i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie fra *World Energy Outlook 2022*.

ECB forudsættes at hæve renten med yderligere ½ pct.point frem mod sommeren 2023, så ECB's udlånsrente når 3,75 pct. i 2023. Statsobligationsrenterne forudsættes at stige en smule frem mod slutningen af i år, hvorefter de falder frem mod 2030. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2030 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2022*.

**TABEL A PROGNOSE FOR UDLANDSVÆKST OG RENTER**

	2022	2023	2024	2030 <sup>a)</sup>
<b>Vækstskøn</b>	----- Pct.-----			
Realvækst i aftagerlande	2,9	1,0	1,6	1,8
Ændring fra <i>Dansk Økonomi, efterår 2022</i>	0,4	0,2	-	-
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris	99	79	74	112
<b>Rentskøn</b>	----- Pct.-----			
ECB's udlånsrente	0,1	3,3	3,3	0,5
Dansk tiårig statsobligation	1,4	2,7	2,8	1,1
Tysk tiårig statsobligation	1,2	2,5	2,5	1,0
Dansk 30-årig realkreditrente	3,8	4,8	4,6	2,9

a) 2030-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2024 til 2030 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2030.

Anm.: Landefordelte skøn for BNP-væksten fremgår af baggrundsnotatet. Ændringen i vækstskønnet fra forrige prognose er opgjort i pct.point. Niveauet for renterne er opgjort som årsgennemsnittet.

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

A) Danmarks ni primære aftagerlande er Tyskland, USA, Sverige, Norge, Storbritannien, Holland, Kina, Frankrig og Polen. Danmarks seks primære konkurrentlande er Tyskland, USA, Sverige, Storbritannien, Holland og Frankrig.

## FORTSAT BETYDELIGE NEDADRETTEDE RISICI

### Risikobilledet forbedret ved indgangen til 2023

En række af de nedadrettede risikofaktorer, der prægede det internationale konjunkturbillede i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, endte med ikke at materialisere sig. For de europæiske økonomier gælder dette først og fremmest risikoen for en egentlig energikrise i vinteren i 2022-23, som kunne have ført til en nedlukning af dele af produktionen samt medført nye prisstigninger på energi. I stedet er prisen på naturgas faldet til det laveste niveau siden 2021, og lagrene med naturgas er relativt fyldte sammenlignet med tidligere år. Dertil kommer, at risikoen for nye restriktioner og nedlukninger i Kina med negative konsekvenser for verdensøkonomien til følge er reduceret kraftigt i lyset af ophævelsen af nultolerancestrategien overfor covid-19. En yderligere positiv overraskelse knytter sig til, at den globale økonomi klarede sig bedre i 2022 end ventet i efteråret på trods af høj inflation og rentestigninger.

### Høje renter kan føre til hårdere opbremsning, ...

Andre nedadrettede risici, som prægede den internationale økonomi i efteråret, gør sig dog fortsat gældende. En risikofaktor knytter sig til størrelsen og timingen af gennemslaget på aktiviteten og inflationen af de betydelige pengepolitiske stramninger, der allerede er foretaget. Rentestigninger slår først igennem på økonomien med en vis forsinkelse, og derfor kan det være vanskeligt for centralbankerne at vurdere, om der er ført en passende afstemt pengepolitik, der hverken viser sig at være for lempelig eller for stram. På den ene side kan de aktivitetsmæssige konsekvenser af stramningerne på sigt vise sig at blive større end ventet, hvilket vil dæmpe aktiviteten mere end lagt til grund. På den anden side er der også en mulighed for, at pengepolitikken ikke er strammet tilstrækkeligt, hvilket vil afføde et behov for yderligere pengepolitiske stramninger på et senere tidspunkt, som også vil indebære en risiko for, at væksten bliver lavere.

### ... blandt andet på grund af fornyet bankuro

Et kraftigere tilbageslag kan også blive udløst af fornyet uro i den finansielle sektor. For nuværende er den finansielle uro inddæmmet til udvalgte regionale banker i USA, men det kan ikke afvises, at uroen kan sprede sig til andre dele af systemet. Samtidig er der indikationer på en stramning af kreditvilkårene i USA. Fornyet ustabilitet kan resultere i en yderligere opstramning af kreditvilkårene med fald i udlånet og negative konsekvenser for den private efterspørgsel til følge. Finansiell ustabilitet risikerer dermed at føre til en hårdere opbremsning af aktiviteten end lagt til grund.

**Høje renter øger pres på lande med høj gæld**

De markante rentestigninger har ligeledes øget presset på lande med høj statsgæld, som på grund af højere omkostninger til gældsservice-ring kan få vanskeligere ved at overholde deres gældsforpligtelser. Udfordringerne kan blive forstærket af, at de europæiske lande samtidig står overfor en periode med lav vækst. I yderste konsekvens kan de højt forgældede lande ende i en situation som under statsgældskrisen i 2010'erne, hvor tilliden på de finansielle markeder faldt, og risikopræmierne på landenes statsobligationer steg. Blandt de sydeuropæiske lande er der for nu ikke tegn på en udvidelse af rentespændet til Tyskland. Dette skal dog også ses i sammenhæng med, at ECB's opkøbsprogrammer især har været målrettet disse lande.

**Mere vedholdende inflation øger risiko for hård landing**

En anden risikofaktor er knyttet til, om inflationspresset viser sig endnu mere vedholdende end lagt til grund i prognosen. En sådan situation kan eksempelvis opstå, hvis fortsat stramme arbejdsmarkeder øger lønpresset mere end forventet, eller hvis genåbningen af Kina fører til et kraftigere opsving end ventet og dermed lægger et nyt, opadgående pres på de globale priser. En yderligere eskalering af krigen i Ukraine kan ligeledes føre til fornyede prisstigninger på de råvaremarkeder, hvor Rusland og Ukraine spiller en vigtig rolle. En mere vedholdende inflation vil kræve yderligere pengepolitiske stramninger fra centralbankernes side for at mindske risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne. Dette vil ikke kun øge finansieringsomkostningerne og tabet af købekraft yderligere, men vil også lægge et endnu større pres på højtforældede lande.

**Fortsat risiko for energimangel til næste vinter**

Udover risikofaktorerne knyttet til inflation og de pengepolitiske stramninger er de internationale vækstudsigter også præget af andre nedadrettede risici. Selvom risikoen for en energikrise på kort sigt er aftaget, er der fortsat usikkerhed knyttet til energiforsyningssituationen i de europæiske lande til næste vinter. I den forløbne vinter blev situationen hjulpet på vej af et mildt vejr samt af, at landene havde nået at opbygge et højt niveau for naturgaslagrene forud for vinteren. Flere forhold kan dog betyde, at det i den kommende vintersæson bliver vanskeligere for landene at bibeholde en høj lagerbeholdning. Det kan eksempelvis ske, hvis vinteren bliver koldere, eller hvis genopretningen af aktiviteten i Kina øger konkurrencen om den tilgængelige mængde flydende naturgas. En situation med begrænset udbud kan give anledning til fornyede prisstigninger på energi med realøkonomiske konsekvenser til følge på tværs af lande.

**Fragmentering kan svække vækstpotentialet i verdensøkonomien**

De geopolitiske spændinger er øget markant i kølvandet på den russiske invasion af Ukraine. Også det vedvarende anspændte forhold mellem USA og Kina udgør en geopolitisk usikkerhed. Senest indførte USA i efteråret 2022 nye sanktioner mod Kina målrettet eksporten af

blandt andet mikrochips til kinesiske virksomheder. Den geopolitiske uro og indførslen af yderligere handelssanktioner trækker i retning af en øget fragmentering af verdensøkonomien med mindre internationalt samarbejde og arbejdsdeling. Dette kan have konsekvenser for produktivitsudviklingen på tværs af lande og lede til en svækkelse af de globale vækstudsigter. En litteraturoversigt af Fajgelbaum og Khandelwal (2022) konkluderer, at handelskrigen mellem USA og Kina har haft negative konsekvenser for indkomsten i begge lande, men i begrænset omfang relativt til BNP. Nyere modelbaserede estimationer indikerer, at en øget fragmentering af verdensøkonomien kan resultere i langsigtede BNP-tab på mellem 1 pct. og over 10 pct. for de mest udsatte lande, jf. Aiyar mfl. (2023) og IMF (2023b).

## II.3

# AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

**Usikkerhed og frygt for høje energipriser prægede udsigterne i efteråret**

Krigen i Ukraine gav henover sommeren og ind i efteråret anledning til usikkerhed om energiforsyningen og en markant stigning i såvel energi- som andre råvarepriser. Markedsforventningerne tilsagde, at særligt gaspriserne i en længere periode ville befinde sig på et betydeligt højere niveau end normalt, og samtidig var der risiko for gasmangel og begrænsning eller nedlukning af dele af produktionen i Europa som konsekvens heraf. Kombineret med tiltagende kerneinflation, faldende realløn og generelt stor usikkerhed, var der blandt prognosemagere bred enighed om, at der var udsigt til en markant afmatning af den økonomiske aktivitet, jf. også afsnit II.2.

**Udsigterne skønnes nu mindre pessimistiske**

Forventningen i *Dansk Økonomi, efterår 2022* var på den baggrund tre år med omtrent vækstpause i Danmark og stort fald i beskæftigelsen. Ligesom i mange andre lande har udviklingen i dansk økonomi imidlertid været betydeligt mere positiv end ventet med fortsat fremgang i produktion såvel som beskæftigelse gennem hele 2022. Der vurderes fortsat at være udsigt til en afmatning af aktiviteten, men udsigterne for i år og de kommende år vurderes at være mindre pessimistiske nu end i efteråret. Som konsekvens heraf er vækstskønnene opjusteret i forhold til vurderingen i efteråret, og beskæftigelsen skønnes nu at falde væsentligt mindre og mere gradvist.

**Indhold i afsnittet**

I dette afsnit beskrives indledningsvist, hvordan dansk økonomi kom bedre gennem 2022 end ventet, hvorefter prognosen for de kommende år præsenteres. Herefter diskuteres den forventede udvikling på boligmarkedet, i inflationen samt produktiviteten og arbejdsmarkedet de

kommende år. Konjunkturvurderingen er ledsaget af et baggrundsnotat, der indeholder en række supplerende figurer og tabeller og yderligere dokumentation af fremskrivningen.

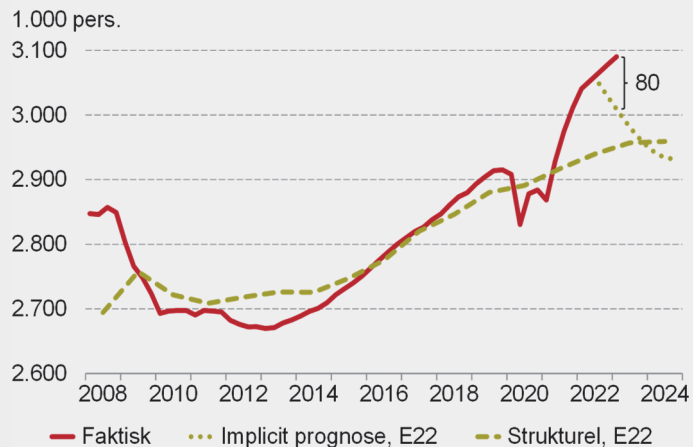
### FORTSAT FREMGANG I DANSK ØKONOMI I 2022

**Fortsat fremgang i andet halvår 2022 har overrasket**

Dansk økonomi kom i lighed med mange andre lande bedre igennem 2022 end skønnet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Forventningen i efterårets prognose var en vækstpause på omtrent tre år og et fald i beskæftigelsen på ca. 100.000 personer begyndende i anden halvdel af 2022. Såvel produktion som beskæftigelse fortsatte dog med at stige igennem andet halvår, og beskæftigelsen var i 1. kvartal 2023 ca. 80.000 personer højere end skønnet i efteråret, jf. figur II.11.

**FIGUR II.11 BESKÆFTIGELSESUDVIKLING SIDEN EFTERÅRETS VURDERING**

Beskæftigelsesudviklingen siden sommeren 2022 har været mere positiv end skønnet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2023. Den viste strukturelle beskæftigelse er som vurderet i efteråret. Den er revideret til nærværende prognose, jf. senere i afsnittet. "E22" henviser til prognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og Statistikbanken, *Dansk Økonomi, efterår 2022* samt egne beregninger.

**Højere BNP-vækst end ventet ...**

BNP steg 3,8 pct. for året 2022 som helhed. Dette er en væsentligt højere vækstrate end skønnet i efterårets prognose, hvor forventningen var ca. 2¼ pct. Den høje vækst er et resultat af en fortsat positiv vækst i andet halvår, kombineret med, at Danmarks Statistik har revideret væksten op i første halvår af 2022.

**... og særligt høj vækst i medicinalindustrien**

Den fortsatte produktionsfremgang igennem 2022 var særligt tydelig indenfor industrien, hvor bruttoværditilvæksten (BVT) ved udgangen af 2022 var steget ca. 20 pct. i forhold til udgangen af 2021. Tal for industriens produktion indikerer, at dette i særlig grad er trukket af fremgang i medicinalindustrien, mens produktionen i den øvrige del af industrien har været omtrent uændret.<sup>8</sup> Samtidig har også den mere konjunkturfølsomme bygge- og anlægsbranche haft fremgang i andet halvår, ligesom BVT i erhvervs-service steg. Omvendt udviste værditilvæksten tilbagegang i andre dele af servicesektoren, herunder i handel og transport samt finansiering og forsikring.

**Eksporten steg mere end ventet**

På efterspørgselssiden har særligt udviklingen i eksporten overrasket positivt, og fremgang i eksporten (renset for importindhold) bidrog betydeligt mere til væksten i 2022 end skønnet i efteråret, jf. figur II.12. Den højere end ventede eksportfremgang skal ses i lyset af større fremgang i udlandet end ventet, jf. afsnit II.2. Herudover har danske virksomheder også været i stand til at øge deres markedsandel opgjort som den danske eksport ekskl. energi, søfart og turisme set i forhold til sammenvejet BNP i de primære danske aftagerlande, jf. figur II.12.

**Vareeksport, der ikke krydser grænsen, fylder gradvist mere**

En del af den gunstige eksportudvikling i 2022 kan tilskrives aktiviteter, der foregår udenfor Danmarks grænser. Vareeksporten steg samlet ca. 6 pct. i 2022, hvoraf 2-3 pct.point vurderes at kunne tilskrives eksport af varer, der ikke krydser den danske grænse, jf. *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, forår 2023*. Andelen af vareeksporten, der ikke krydser den danske grænse, har været stigende i en årrække, og udgjorde i 2022 ca. 17 pct. af den samlede vareeksport.

**Investeringerne steg mere end ventet**

Investeringerne (korrigeret for importindhold) bidrog ligeledes mere til BNP-væksten i 2022 end ventet i efteråret.<sup>9</sup> De høje energipriser i

---

8) Produktionen i industrien ekskl. medicinalindustrien er steget ca. 1¼ pct. fra 4 kvartal 2021 til 4 kvartal 2022, mens produktionen i den samlede industri inkl. medicinalindustrien er steget ca. 17 pct. i samme periode.

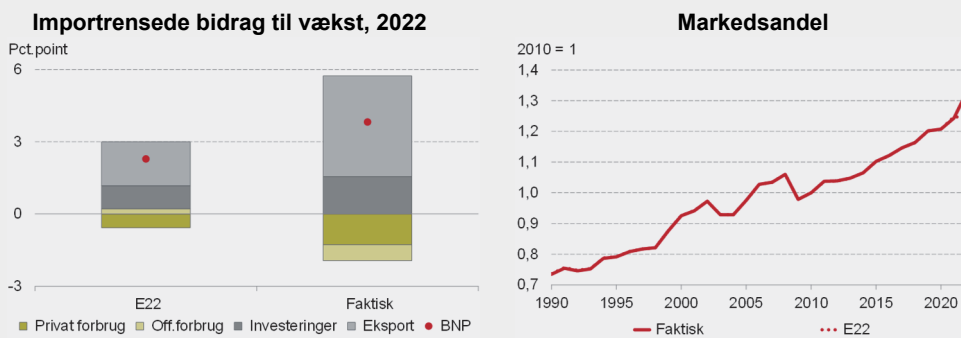
9) Væksten i erhvervsinvesteringerne blev ca. 10 pct.point højere i 2022 end ventet i efteråret. Dette skal imidlertid ses i sammenhæng med én virksomheds køb af et patent i fjerde kvartal 2022, hvilket skønsmæssigt forklarer ca. 5 pct.point af investeringsvæksten i 2022. Da der er tale om et udenlandsk patent, påvirkes importen tilsvarende, og det importrensede bidrag til BNP-væksten fra investeringerne i figur II.12 er dermed upåvirket af patentkøbet.



2021-22 har øget incitamentet til investeringer i grøn teknologi og energieffektiviseringer samt til energiforbedringer i boliger. Det kan have medvirket til at løfte såvel erhvervs- som boliginvesteringer mere end ventet. Hertil kommer, at højere end ventet fremgang på eksportmarkederne kan have gjort virksomhederne mindre pessimistiske omkring fremtiden og dermed have understøttet investeringerne i 2022.

**FIGUR II.12 VÆKSTBIDRAG I 2022**

Den væsentligste grund til den højere end ventede BNP-vækst i 2022 var høj eksportvækst, hvilket blandt andet skyldes øget markedsandel.



Anm.: Venstre figur viser bidrag til BNP-væksten fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Højre figur viser real dansk eksport ekskl. energi, søfart og turisme relativt til sammenvejet BNP i vores primære aftagerlande. Seneste observation er 4 kvartal 2022. "E22" henviser til prognosen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond, *Dansk Økonomi, efterår 2022* og egne beregninger.

**Privat forbrug faldt lidt mere end ventet**

Mens eksport og investeringer bidrog til fortsat produktionsfremgang i 2022, trak det private forbrug som ventet væksten ned. Faldet i forbruget blev endda lidt større end ventet i efteråret. Forbrugsfaldet skal blandt andet ses i lyset af et betydeligt købekraftstab som følge af høj inflation. Samtidig har forbrugertilliden været negativt påvirket af generel usikkerhed og måske særligt uvished om de fremtidige energipriser (og energiforsyning). Idet den offentlige forbrugsvækst blev lavere i 2022 end lagt til grund i efteråret, bidrog det offentlige forbrug ligesom det private forbrug negativt til væksten i 2022.

**Fortsat fremgang på arbejdsmarkedet har overrasket**

Beskæftigelsen steg i løbet af 2022 med knap 70.000 personer, hvilket var en mere positiv udvikling i beskæftigelsen end skønnet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. I første kvartal 2023 var beskæftigelsen ca. 80.000 personer højere end forventet i efteråret, jf. ovenstående figur

II.11. I *Dansk Økonomi, efterår 2022* blev italesat muligheden for, at afmatningen først materialiserede sig senere end forudsat, men den fortsatte fremgang i såvel aktivitet som beskæftigelsen var ikke ventet.

**Bredt funderet beskæftigelsesfremgang ...**

Beskæftigelsesfremgangen igennem 2022 har været bredt funderet på tværs af både aldersgrupper, etnicitet og brancher. Kun indenfor branchen Sundhed og socialvæsen var beskæftigelsen i februar i år lidt lavere end i begyndelsen af 2022. Beskæftigelsesfremgangen er muliggjort gennem en betydelig udvidelse af arbejdsstyrken snarere end gennem ledighedsfald, og ledigheden er i stedet steget svagt gennem 2022 og i begyndelsen af 2023. En del af ledighedsstigningen skal dog ses i sammenhæng med, at der i foråret og henover sommeren 2022 var en betydelig tilgang af ukrainske flygtninge, som blev erklæret jobparate og derfor indgik i ledigheden.

**... med relativt stort bidrag fra unge, ældre og indvandrere**

Udviklingen i beskæftigelsesfrekvenser fordelt på grupper viser, at særligt arbejdsmarkedstillknytningen for de yngste (15-24 år) og ældste (65-74 år) på arbejdsmarkedet samt blandt ikke-vestlige indvandrere er steget gennem 2022. Det er samtidig de grupper, der i udgangspunktet befinder sig mest på kanten af arbejdsmarkedet med de laveste beskæftigelsesfrekvenser. En del af beskæftigelsesfremgangen er muliggjort gennem en fortsat tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Antallet af udenlandske statsborgere i beskæftigelse i Danmark var godt 25.000 personer højere i marts i år i forhold til samme tidspunkt sidste år. Dette kan både dække over, at herboende personer med udenlandsk statsborgerskab er kommet i beskæftigelse og egentlig nytilgang af personer fra udlandet. Tildeling af nye CPR-numre i 2022 tyder på, at en del af fremgangen kan tilskrives tilgang af arbejdskraft fra udlandet i 2022.

### **UDSIGT TIL AFDÆMPET VÆKST**

**Udsigt til afdæmpning af aktiviteten, ...**

Aktiviteten er allerede aftaget i dele af økonomien, herunder i det private forbrug, jf. ovenfor, og på boligmarkedet, jf. senere i afsnittet. Aktiviteten ventes mere bredt at aftage i år, hvilket skal ses på baggrund af en kombination af lav vækst i udlandet, høj inflation, en mærkbar stigning i renten samt udsigt til en svag udvikling i reallønnen. Samlet set forventes en afdæmpet vækst i dansk økonomi, jf. figur II.13, med en BNP-vækst på ca. 1 pct. i 2023 og 2024, jf. tabel II.2. Forventningen om afdæmpet vækst skal også ses i lyset af, at høj vækst i 2021 og 2022 har bragt aktiviteten og ikke mindst beskæftigelsen op over det skønnede strukturelle niveau, hvorfor afdæmpet vækst til en vis grad kan fortolkes som en tilbagevenden til de strukturelle niveauer. De cen-

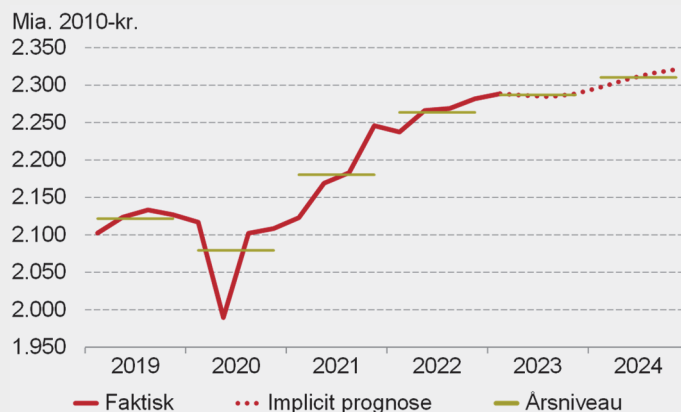
trale forudsætninger bag prognosen er beskrevet i boks II.5, og nedenfor beskrives den ventede udvikling i det private forbrug, investeringerne og eksporten, hvorefter der ses nærmere på arbejdsmarkedet og produktiviteten efterfulgt af inflation og boligmarked.

... men mindre pessimistiske udsigter end i efteråret

Trods forventning om afdæmpning skønnes udsigterne mindre pessimistiske end i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Det skyldes, at usikkerheden om særligt energipriser og energiforsyning er aftaget betydeligt, hvilket må ventes at påvirke forbruget og investeringerne positivt. Flere indikatorer, herunder eksempelvis forbrugertilliden, understøtter billedet af, at stemningen i dele af økonomien er bedret. Samlet set er væksten i år og næste år opjusteret med ca. 1½ pct.point siden efteråret. Faldet i beskæftigelsen ventes ligeledes at blive mindre og mere gradvist end i efterårets prognose, jf. diskussionen senere i afsnittet.

FIGUR II.13 UDVIKLINGEN I BNP

Der forventes afdæmpet vækst igennem 2023 og i 2024.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2023. Den prikkede kurve viser en implicit kvartalsprofil for BNP, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater. Årsniveauerne for BNP er vist med vandrette grønne linjer.

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

Øget usikkerhed ved vendinger

Prognosen er forbundet med betydelig usikkerhed, jf. diskussionen i afsnit II.2 om risikofaktorer vedrørende den internationale økonomi. Dertil kommer, at der knytter sig en væsentlig usikkerhed til både timingen og omfanget af en vending i økonomien, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

## BOKS II.5 CENTRALE FORUDSÆTNINGER I PROGNOSEN

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renterne og finanspolitikken. Prognosen er baseret på data til og med 17. maj 2023. Det indebærer, at prognosen bygger på de reviderede nationalregnskabstal til og med fjerde kvartal 2022, som blev offentliggjort d. 31. marts 2023, samt diverse indikatorer der rækker ind i første halvår 2023, herunder nationalregnskabets BNP- og beskæftigelsesindikator for 1. kvartal 2023. Prognosen er udarbejdet ved brug af De Økonomiske Råds sekretariats model SMEC.

### *Udland og finansielle forhold*

Det lægges til grund for prognosen, at den sammenvejede BNP-vækst i de primære danske aftagerlande bliver ca. 1 pct. i 2023 og godt 1½ pct. i 2024. Desuden lægges det til grund, at den sammenvejede lønvækst blandt Danmarks konkurrenter bliver knap 5 pct. i 2023 og ca. 3¼ pct. i 2024. Det forudsættes, at ECB sætter renten yderligere 50 basispunkter op, så den ved udgangen af året er 3,75 pct. Det forudsættes yderligere, at ECB vil begynde at sænke renten i foråret 2024. De effektive 30-årige danske realkreditrenter forudsættes at stige yderligere lidt til knap 5 pct. ultimo 2023, hvorefter de antages at falde gradvist frem mod 2030 til knap 3 pct. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i april 2023.olieprisen forudsættes at have et årsniveau på knap 80 dollar i 2023 og godt 70 dollars i 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 forslaget til finanslov for 2023 i marts 2023 samt udgiftslofterne frem til 2026. For de offentlige udgifter efter 2026 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.

TABEL II.2 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN

Der ventes en afmatning af dansk økonomi de kommende år, hvilket skal ses i lyset af lav vækst i udlandet, høj inflation og effekten af den seneste tids pengepolitiske stramminger.

	2022	2022	2023	2024	2030 <sup>a)</sup>
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	1.198	-2,3	0,1	2,0	3,7
Offentligt forbrug	615	-3,5	1,4	1,8	1,1
Offentlige investeringer	87	-2,7	4,7	2,5	1,7
Boliginvesteringer	174	7,8	-8,0	-7,5	0,6
Erhvervsinvesteringer <sup>b)</sup>	391	11,9	-5,3	-3,1	1,1
Lagerændringer	36	0,8	-0,5	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.501	1,0	-1,4	0,6	2,4
Eksport	1.939	8,6	1,3	2,2	2,7
Import	1.642	4,2	-2,3	1,7	4,9
Bruttonationalprodukt	2.798	3,8	1,0	1,0	1,2
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		2,9	1,0	1,6	1,8
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.	-----	
Strukturel arbejdsstyrke	3.071	30	16	2	5
Arbejdsstyrke	3.131	98	27	-35	-1
Beskæftigelse	3.066	127	21	-46	-3
		-----	1.000 pers.	-----	
Nettoledighed		65	71	82	96
		-----	Pct.	-----	
Beskæftigelsesgap		3,1	3,2	1,6	0,0
Forbrugerpriser		7,4	4,3	2,9	1,5
Timelønsomkostninger		3,5	5,0	5,8	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse		0,7	-8,0	-1,0	6,0
Timeproduktivitet, private byerhverv		1,4	1,1	1,5	1,4
30-årig dansk realkreditrente		3,8	4,8	4,6	2,9

a) Den sidste søjle viser niveauet i 2030 for ledighed, beskæftigelsesgap og rente. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2024 til 2030.

b) Erhvervsinvesteringer i 2022 er ekstraordinært høje som følge af et patentkøb, jf. fodnote 9.

Anm.: Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse i pct. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. Lagerinvesteringer angiver vækstbidraget til BNP. BNP i aftagerlande angiver den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks ni primære aftagerlande. Renten er angivet som årgennemsnit.

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

**Højere  
renteudgifter og  
beskæftigelsesfald  
dæmper forbruget,  
...**

Efter et betydeligt fald i det private forbrug i 2022 skønnes der at være udsigt til en svag fremgang de kommende år. Forbruget påvirkes de kommende år af en række modsatrettede forhold. I negativ retning trækker det, at husholdningernes gennemsnitlige realkreditrente er steget ca. 1 pct.point siden begyndelsen af 2022, hvilket har øget de samlede månedlige renteudgifter med godt 1 mia. kr., og det forventes, at renteudgifterne vil stige yderligere i 2023. Husholdningernes renteudgifter stiger gradvist i takt med, at de optager nye lån, omlægger eksisterende eller får rentetilpasset deres variabelt forrentede lån. En omlægning af et eksisterende lån kan øge den pålydende rente, men øger ikke nødvendigvis renteudgifterne, hvis husholdningerne benytter opkonverteringen til at reducere restgælden.<sup>10</sup> Samlet trækker de stigende renteudgifter dog i retning af en afdæmpet vækst i det private forbrug i 2023. Hertil kommer, at der er udsigt til faldende beskæftigelse igennem 2023 og 2024, jf. senere, hvilket isoleret set mindsker husholdningers reale disponible indkomst.

**... mens højere  
forbrugertillid og  
reallønsfremgang  
understøtter  
forbruget**

I positiv retning trækker, at forbrugertilliden på det seneste er steget fra et historisk lavt niveau. Den mindre usikkerhed om energipriser og energiforsyning kan have medvirket til dette, og større grad af optimisme blandt forbrugerne trækker i retning af at øge forbruget i forhold til 2022. Billedet er ligeledes understøttet af, at det reale detailsalg viser tegn på stabilisering ovenpå fald siden slutningen af 2021. Forbruget i 2023 og 2024 understøttes herudover af de indgåede overenskomster, idet det på baggrund heraf forventes, at lønmodtagerne vil opnå en reallønsfremgang på knap 1 pct. i 2023 og knap 3 pct. i 2024 efter et betydeligt reallønstab i 2022. I 2024 opvejer reallønsfremgangen den negative effekt af faldende beskæftigelse, og der skønnes samlet at være udsigt til en stigning i den reale disponible indkomst på ca. 1 pct.

**Udsigt til afdæmpet  
forbrugsfremgang  
fra lavt niveau**

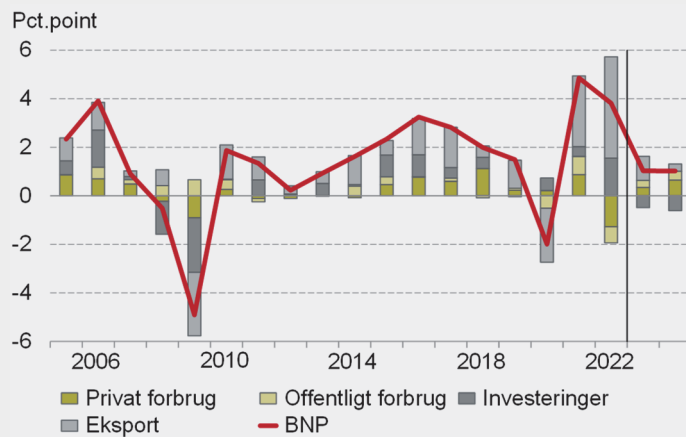
Samlet skønnes det private forbrug at vokse svagt igennem 2023, hvilket svarer til omtrent nulvækst på årsniveau. I 2024 har lønmodtagerne derimod udsigt til en større reallønsfremgang, der i høj grad genopretter faldet i købekraften, som husholdningerne oplevede i 2022. Det private forbrug ventes at bidrage positivt til BNP-væksten i år og næste år, jf. figur II.14.

---

10) Til og med september 2022 havde danske husholdninger opnået konverteringsgevinster på omtrent 28 mia. kr. heraf blev 42 henholdsvis 21 pct. brugt på at reducere realkreditgæld og bankgæld, hvormed den samlede gæld blev nedbragt med omtrent 18 mia. kr., jf. Danmarks Nationalbank (2023b).

**FIGUR II.14 IMPORTRENSEDE VÆKSTBIDRAG**

Investeringer ventes at trække ned i væksten de kommende år, mens eksporten og det private forbrug vil bidrage positivt til væksten de næste år.



Anm.: Figuren viser vækstbidragene til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter.

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

#### Investeringer ventes at bidrage negativt til væksten i 2023-24

Som følge af patentkøb i 2022 og dermed ekstraordinær høj investeringsvækst vil en forventet tilbagevenden til et mere normalt investeringsniveau i 2023 indebære et fald i erhvervsinvesteringerne. Betragtes vækstbidraget fra investeringerne rensset for importindhold, er der tale om et lille negativt bidrag fra investeringerne til BNP i år. De kommende par år ventes også et negativt vækstbidrag fra investeringerne. Dette skal ses på baggrund af den forventede svage vækst og stigningen i finansieringsomkostningerne, der er et resultat af rentestigningerne igennem 2022. Den forventede svage investeringsudvikling ventes at bidrage til et fald i investeringskvoten, ligesom det normalt ses i et konjunkturtilbageslag.

#### Udsigt til mere afdæmpet eksportvækst

Eksporten forventes i lighed med de seneste år også de kommende år at bidrage positivt til væksten i dansk økonomi, men vækstbidraget ventes at blive mærkbart mindre end i 2022. Det skyldes dels, at væksten på de danske eksportmarkeder forventes at blive relativt lav de kommende år, jf. afsnit II.2, dels, at den store fremgang i markedsan-

delen som danske virksomheder havde i 2022, ikke forudsættes at fortsætte. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at den danske konkurrenceevne svækkes, hvilket blandt andet skyldes, at danske lønninger skønnes at stige mere end udlandets.

## UDVIKLINGEN PÅ BOLIGMARKEDET

### De nominelle boligpriser faldt ca. 10 pct. igennem 2022

De nominelle boligpriser faldt omtrent 10 pct. igennem 2022, men som følge af den høje boligprisstigning i 2021 implicerer det et fald på årsniveau på kun ca. 1 pct. Boligprismet kan generelt ses på baggrund af øget usikkerhed og forventningen om en økonomisk afmatning samt en mærkbar stigning i realkreditrenterne igennem 2022, jf. figur II.15. Samtidig med de stigende renter steg energipriserne, hvilket også forøgede de samlede boligomkostninger. Dertil kom en betydelig usikkerhed om den fremtidige økonomiske udvikling, hvilket blandt andet kunne ses i lav og faldende forbrugertillid. Det markante fald i boligpriserne skal ses lyset af den voldsomme stigning i 2020 og 2021, og boligpriserne var i begyndelsen af 2023 på omtrent samme niveau som i begyndelsen af 2021.

### Indikatorer peger på stabilisering på boligmarkedet

Boligmarkedet ser på det seneste ud til at have stabiliseret sig, og boligprismet forventes på den baggrund at være omtrent tilendebragt. Dette understøttes af indikatorer, som peger på, at købere og sælgere i højere grad kan finde hinanden på boligmarkedet, og handlerne er steget de seneste måneder. Interessen for boligkøb er også steget, idet antallet af fremvisninger er steget de første måneder af 2023, og de gennemsnitlige liggetider har stabiliseret sig efter stigning gennem 2022. Der ventes på den baggrund en svag udvikling i priserne resten af året, jf. figur II.16.

### Usikkerhed om effekt af boligskattereform i 2024

Boligpriserne i 2024 påvirkes potentielt af boligskattereformen, som skal træde i kraft 1. januar 2024. Reformen indebærer overordnet set, at ejendomsværdiskatten sænkes for enfamiliehuse, mens den stiger for ejerlejligheder, hvilket kan trække i retning af prisstigninger på enfamiliehuse og prisfald for ejerlejligheder, jf. Danmarks Nationalbank (2019b). Reformen indebærer dog også skatterabatter for nuværende ejere, så ingen eksisterende boligejere vil opleve ændringer i de nuværende boligskatter (i kroner). Reformen er blevet udskudt ad flere omgange, hvilket skaber usikkerhed om, hvor meget boligpriserne i 2024 påvirkes af reformen. På den ene side har reformen været annonceret i god tid, hvilket principielt set trækker i retning af, at der allerede er taget højde for den i prissætningen af ejendomme. Det mindsker i givet fald den direkte effekt i 2024. På den anden side har der været stor usikkerhed og forsinkelse i de nye ejendomsværdier, der



skal danne grundlag for beskatningen, hvilket kan betyde, at husholdningerne i mindre grad har været i stand til at gennemskue effekterne og dermed tage højde for dem i boligkøbs- og -salgsbeslutningen.

**Boligpriserne forventes at stige næste år**

To forhold trækker i retning af stigende boligpriser i 2024. For det første skønnes realkreditrenterne at begynde at falde. Det mindsker de samlede boligomkostninger, og gør det alt andet lige muligt at finansiere en dyrere bolig. For det andet ventes en fremgang i den reale disponible indkomst. Det medvirker til at øge boligefterspørgslen, hvilket har en positiv indvirkning på boligpriserne. Samlet ventes boligpriserne på den baggrund at stige igennem 2024.

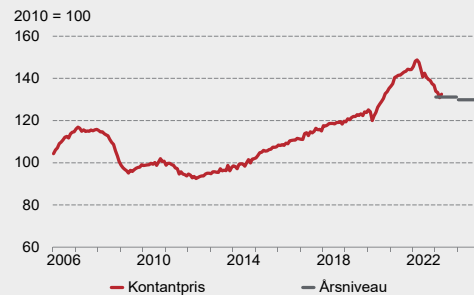
**FIGUR II.15 REALKREDITRENTER**

Realkreditrenterne steg omtrent 3 pct.point i 2022, og toppen skønnes at være omtrent nået.



**FIGUR II.16 NOMINELLE HUSPRISER**

Boligpriserne faldt omkring 10 pct. gennem 2022, men der er udsigt til svag fremgang de kommende år.



Anm.: De viste renter i venstre figur er den effektive rentesats på nyudstedte lån. De stiplede linjer angiver forventede årsniveauer i 2023-24. Den nominelle kontantpris er frem til og med december 2021 baseret på Danmarks Statistiks prisindeks. Serien er forlænget med væksten i Homes prisindeks til og med april 2023, og derefter vises den implicite månedsudvikling, som er i overensstemmelse med prognosens årsniveauer, som er angivet med vandrette grå streger. Seneste observation er april 2023.

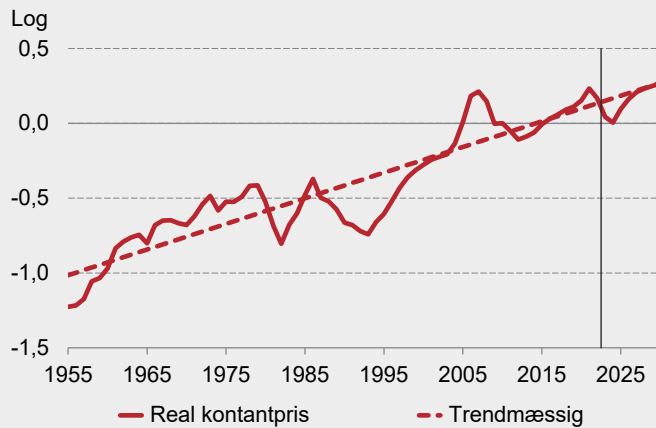
Kilde: Finans Danmark, Danmarks Statistik, Statistikbanken og ADAM's databank, Home via Dansk Bank og egne beregninger.

**Den reale boligpris forventes at falde ca. 20 pct. fra 2021 til 2023**

Det realiserede fald i de nominelle boligpriser i 2022 har i kombination med den høje inflation betydet, at den reale boligpris er faldet under den historiske trend, jf. figur II.17. Den reale boligpris forventes at falde yderligere i 2023, og samlet skønnes den reale boligpris at falde med knap 20 pct. fra 2021 til 2023. Det reale boligprisfald forventes dermed at blive mindre end faldet under finanskrisen, hvor de reale boligpriser faldt med omtrent 30 pct.

**FIGUR II.17 REAL BOLIGPRIS**

Nedgangen i den reale kontantpris er mærkbar, men dog mindre end i eksempelvis finanskrisen.



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, Statistikbanken, ADAM's databank og egne beregninger.

## AFTAGENDE INFLATION

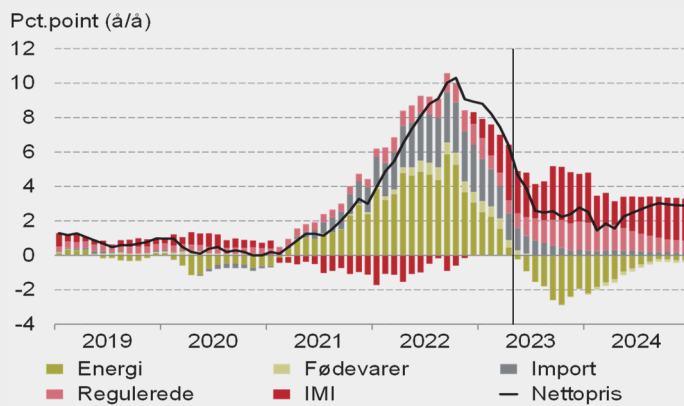
### Fald i energipriser ligger bag aftagende inflation

Dansk inflation toppede i efteråret omkring 10 pct., men er siden faldet til ca. 5 pct. i april. Den aftagende inflation skyldes, at energipriserne er faldet siden efteråret. Trods faldet har niveauet for energipriserne været højere end samme tidspunkt året før, hvorved energipriserne fortsat har givet et positivt vækstbidrag til inflationen. På baggrund af udviklingen i futurespriser på el, naturgas og olie er det lagt til grund for prognosen, at den energipris, forbrugerne oplever, vil fortsætte med at falde igennem 2023 og ind i 2024. De kommende måneder ventes energipriserne at nå et lavere niveau end samme tidspunkt året før, hvorved inflationsbidraget fra energipriser bliver negativt. De lavere energipriser bidrager ligeledes til at sænke virksomhedernes energiomkostninger og derigennem de indirekte effekter på vare- og tjenstepriser. Hertil kommer, at lavere energipriser også bevirker aftagende inflation i udlandet, hvilket dæmper de importpriser, danske virksomheder og forbrugere står overfor. Samlet er bidraget til de danske

forbrugerpriser fra eksterne faktorer aftaget i løbet af 2022 og i begyndelsen af 2023, jf. figur II.18. Fremskrivning af de underliggende priser i nettoprisindekset er nærmere beskrevet i baggrundsnotat.

**FIGUR II.18 SKØNNET INFLATIONSUDVIKLING**

Inflationen er aftaget siden efteråret 2022 og ventes at aftage yderligere igennem 2023, men forblive over 2 pct. i år og næste år.



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til nettoprisinflationen. Metoden til dekomponering er beskrevet i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. IMI er en forkortelse for indenlandsk markedsbestemt inflation. Seneste observation er april 2023. Aftalen om midlertidig suspensering af elafgiften betyder, at inflationen målt som stigningen i forbrugerpriserne er lavere i første halvår af 2023 end stigningen i nettopriserne, og omvendt i 2024.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

**Det indenlandske prispres er steget**

Mens eksterne faktorer i stadig mindre grad bidrager til forbrugerprisstigningerne, er bidraget fra indenlandsk genereret inflation tiltaget. Det bidrager til at holde kerneinflationen oppe. Det indenlandske prispres ventes at bestå og være højere end normalt i 2023-24, hvorved det bidrager til at trække de samlede forbrugerpriser op. En del af den indenlandsk genererede inflation stammer fra (delvist) regulerede priser, herunder huslejer og kollektiv transport, hvor omkostningsstigninger først slår igennem med en vis forsinkelse. Der ventes derfor et tiltagende vækstbidrag til inflationen herfra gennem 2023.

**Enhedsprofitterne faldt i 2021-22**

Den øvrige del af den indenlandsk genererede inflation stammer fra den indenlandsk markedsbestemte inflation. Denne kan dekomponeres i vækstbidrag fra timeløn, timeproduktivitet og enhedsprofitter.<sup>11</sup> I 2021 og 2022 bidrog særligt enhedsprofitterne negativt til det indenlandske prispres, jf. også baggrundsnotatet. Der er dermed tegn på, at virksomhederne de seneste par år har absorberet en del af de højere omkostninger i deres profitmarginer.

**Stigende inflationsbidrag fra indenlandsk markedsbestemt inflation**

Flere forhold ventes at bidrage til et vedvarende indenlandsk markedsbestemt prispres i år og næste år. For det første forudsættes virksomhederne at normalisere enhedsprofitterne og indhente noget af den tabte indtjening. For det andet indebærer de seneste overenskomstaftaler betydelige lønstigninger de kommende år. Som følge af et fortsat betydeligt pres på arbejdsmarkedet ventes de faktiske lønstigninger i år ligesom sidste år at overstige de aftalte stigninger i overenskomsterne. Samlet skønnes lønstigninger på ca. 5 pct. i år og ca. 5¾ pct. i 2024, jf. figur II.19.

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

Samlet set ventes inflationen at aftage igennem 2023 og begyndelsen af 2024 for derefter at stabilisere sig på et niveau omkring 3 pct. igennem 2024. Prognosen indebærer, at inflationen som årgennemsnit forventes at blive ca. 4¼ pct. i år og knap 3 pct. næste år. Først i 2025 ventes inflationen at komme ned under 2 pct. For euroområdet forventer EU-Kommissionen en inflation på 5,8 henholdsvis 2,8 pct. i 2023 og 2024, og der er dermed tale om et lidt mindre inflationspres i Danmark i år.

**Gradvis indhentning af reallønstab**

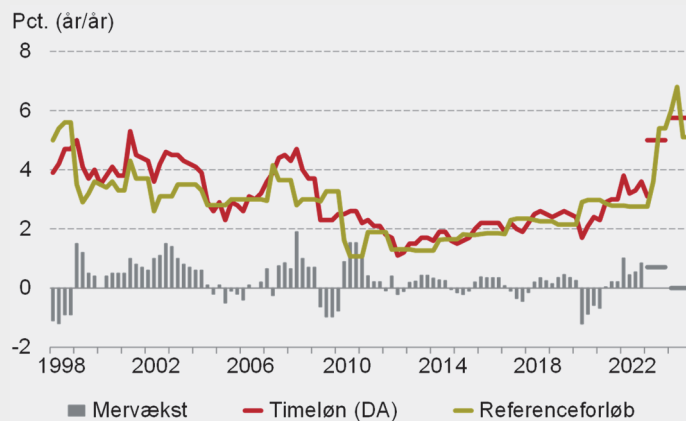
Den skønnede udvikling i løn og priser indebærer svag reallønsvækst i 2023 i underkanten af 1 pct., mens reallønsmængden i 2024 skønnes at blive knap 3 pct. I 2024 skønnes reallønnen omtrent genoprettet i forhold til 2021.

---

11) Vækstbidraget fra enhedsløn (timeløn divideret med timeproduktivitet) vil set over en længere tidsperiode svare til lønknoten gange den gennemsnitlige prisivækst, og bidraget fra enhedsprofitterne vil være (1-lønknoten) gange den gennemsnitlige prisivækst. Både enhedsløn og enhedsprofitter giver normalt et positivt vækstbidrag til IMI.

**FIGUR II.19 LØNSTIGNINGER**

Lønnen ventes at stige ca. 5 pct. i år og ca. 5¼ pct. i 2024. Forventningen om lidt højere lønstigning end forventet på baggrund af forårets overenskomstforhandlinger skal ses i lyset af forsat højt pres på arbejdsmarkedet.



Anm.: Referenceforløbet for lønstigninger er beregnet på baggrund af Industriens Overenskomst, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og logistikoverenskomsten. For 2023 og 2024 angiver de vandrette streger den årlige lønstigning i prognosen hhv. den tilhørende mervækst i forhold til referenceforløbet.

Kilde: DA, Økonomiministeriet og egne beregninger.

## PRODUKTIVITETSUDVIKLINGEN

**Produktivitet svækkes normalt i begyndelsen af tilbageslag**

Der er en tendens til, at timeproduktiviteten fra toppen af en højkonjunktur og i begyndelsen af et tilbageslag stagnerer, og i nogle tilfælde ligefrem falder. Den svage udvikling i produktiviteten kan tilskrives trægheder i tilpasningen af beskæftigelsen, hvor virksomhederne tenderer til at være tilbageholdende med at afskedige medarbejdere trods (udsigt til) aktivitetsafmatning, fordi der er omkostninger forbundet med at ansætte og afskedige medarbejdere. Det kan særligt gælde, når der er usikkerhed om tilbageslagets varighed samt i en situation, hvor der er et meget stort pres på arbejdsmarkedet og risiko for ikke at kunne ansætte medarbejdere med rette kompetencer, hvis tilbageslaget udebliver eller bliver kortvarigt. Herudover kan der i en situation med et

stort kapacitetspres være mangel på materialer samt i forvejen høj udnyttelse af kapitalapparatet, hvilket svækker produktiviteten. Desuden vil personer med mere løs tilknytning til arbejdsmarkedet ofte trækkes ind på arbejdsmarkedet på toppen af en højkonjunktur, hvilket også kan dæmpe produktiviteten.

#### Industriens produktivitet steg kraftigt i 2022

I *Dansk Økonomi, efterår 2022* var det forventningen, at dansk økonomi i 2022 befandt sig på toppen af en højkonjunktur, hvorfor der skønnedes at være udsigt til et fald i produktiviteten i den private del af økonomien. Den faktiske udvikling for 2022 viste imidlertid fortsat produktivetsfremgang med en stigning i timeproduktiviteten på 1,4 pct. i de private byerhverv. Udviklingen dækker over store forskelle på tværs af brancher. I nogle brancher, såsom handel og transport samt finansiering og forsikring, er den forventede produktivetsafdæmpning sket, mens der særligt i industrien var meget høj produktivetsfremgang i 2022. Dette skal formentlig ses i sammenhæng med den markante produktionsfremgang i medicinalindustrien i 2022. Hertil kommer, at produktivetsvæksten indenfor industrien i et vist omfang kan tilskrives aktiviteter, der foregår udenfor Danmarks grænser, og produktivetsvæksten afspejler derfor i mindre grad den underliggende danske konjunktursituation.<sup>12</sup> Renses produktivetsvæksten i de private byerhverv under ét skønsmæssigt for den produktion, der er skabt i udlandet, vurderes timeproduktiviteten i de private byerhverv at være steget mere afdæmpet med 0,6 pct. i 2022, hvilket er i bedre overensstemmelse med en situation med et betydeligt kapacitetspres.

#### Forventning om svag produktivetsudvikling i 2023

Fra set den særlige udvikling i dele af industrien, vurderes der i store dele af økonomiens brancher at have været en svag produktivetsudvikling i 2022. Denne tendens ventes at fortsætte ind i 2023, hvor kapacitetspresset fortsat skønnes at være betydeligt. I tråd med de historiske erfaringer ventes beskæftigelsen at falde senere end produktionen, og den samlede timeproduktivitet i de private byerhverv ventes på den baggrund kun at stige afdæmpet med ca. 1 pct. i år. Produktiviteten i de private byerhverv skønnes allerede i 2022 at ligge ca. ¾ pct. under det strukturelle niveau, og den ventede udvikling de kommende år indebærer, at det negative produktivetsgap udvides i år, før det igen forventes at blive indsnævret de kommende par år i takt med, at beskæftigelsen gradvist nedbringes til det skønnede strukturelle niveau.

---

12) Denne type aktiviteter øger dansk produktion, men eftersom produktionen sker i udlandet, tilvejebringes den uden (direkte) brug af dansk arbejdskraft. Den målte produktivitet stiger derfor. Den samlede produktion i industrien steg i 2022 ca. 10 pct. Uden såkaldt *processing* var stigningen mindre, men fortsat betydelig på ca. 7 pct., jf. baggrundsnotatet.

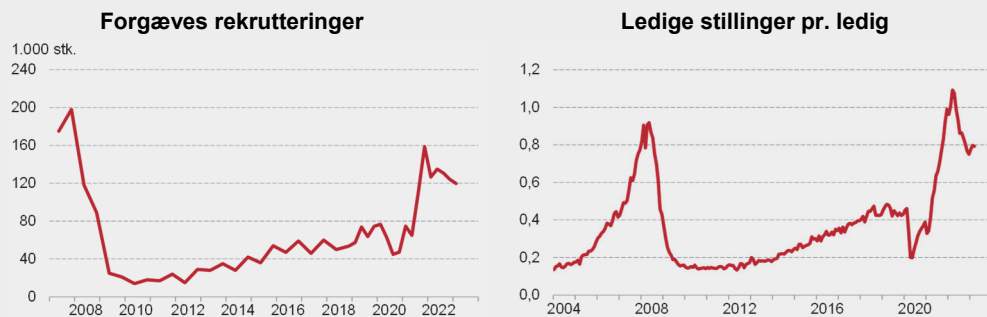
## BESKÆFTIGELSESUUDVIKLINGEN DE KOMMENDE ÅR

**Presset på arbejdsmarkedet er aftaget, men fortsat højt**

Som beskrevet tidligere i afsnittet er beskæftigelsen fortsat med at stige igennem 2022 og i begyndelsen af i år. Presset på arbejdsmarkedet vurderes dog samlet set at være ved at aftage. Denne vurdering bygger blandt andet på, at der er sket et fald i antallet af jobannoncer, også relativt til antal ledige, at der er sket et fald i omfanget af rekrutteringsudfordringer, og at der er aftagende meldinger om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft. Det aftagende pres på arbejdsmarkedet sker dog fra et meget højt niveau, og der skønnes fortsat at være et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Det ses eksempelvis ved antallet af ledige stillinger pr. ledig, som trods den seneste tids fald ligger på fortsat højt niveau, ikke langt fra niveauet op til finanskrisen, jf. figur II.20 og boks II.6.

**FIGUR II.20 INDIKATORER FOR PRES PÅ ARBEJDSMARKEDET**

Presset på arbejdsmarkedet er aftaget, men fra et højt niveau.



Anm.: Venstre figur angiver antallet af stillinger, hvor der har været et rekrutteringsforløb, som er endt med, at stillingen ikke blev besat, eller at stillingen blev besat med en person med en anden profil end den ønskede. Seneste rekrutteringsundersøgelse er offentliggjort i marts 2023 og dækker rekrutteringer i perioden juni til november 2022. Højre figur angiver antallet af stillinger i Jobnet relativt til antallet af nettoledige. Seneste observation er marts 2023.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Jobindsats, Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger.

**BOKS II.6 LEDIGE STILLINGER PR. LEDIG OG EFFICIENT LEDIGHED**

Antallet af ledige stillinger i forhold til antallet af ledige er et blandt flere mål for stramhedsgraden på arbejdsmarkedet. Der er normalt en negativ sammenhæng mellem ledige og antallet af jobopslag, hvilket kan illustreres i den såkaldte Beveridgekurve, jf. også *Dansk Økonomi, efterår 2022*.

Michaillat og Saez (2021) peger på, at det efficiente ledighedsniveau i økonomien kan findes ved at sammenholde velfærdsgevinster hhv. -omkostninger ved en ændring i ledigheden. Ideen er, at et fald i ledigheden på den ene side indebærer en velfærdsgevinst, idet produktionen øges, og det samlede velfærdstab ved ledighed mindskes.<sup>a)</sup> På den anden side er der en velfærdsomkostning, dels en direkte, fordi et lavere arbejdsløshedsniveau kræver flere stillingsopslag, hvilket beslaglægger ressourcer i virksomhederne, dels en indirekte fordi de nye stillingsopslag gør det sværere at besætte allerede eksisterende stillinger. Balanceringen af omkostninger og gevinster indebærer, at det efficiente ledighedsniveau ikke er 0. Der findes således et ledighedsniveau, der er for lavt, og hvor det vil reducere det samfundsøkonomiske tab at øge ledigheden. Ifølge forfatterne bør den økonomiske politik med afsæt heri målrettes at minimere forskellen mellem faktisk og efficient ledighed, hvilket giver et argument for en aktiv stabiliseringspolitik, jf. Michaillat og Saez (2019).

Under en række forudsætninger er stramheden på arbejdsmarkedet på det efficiente niveau, når antallet af jobopslag er lig med antallet af ledige, dvs. forholdet mellem ledige stillinger og ledige er 1, jf. Michaillat og Saez (2022). Det efficiente ledighedsniveau afhænger udover den optimale stramhed på arbejdsmarkedet af forudsætninger om virksomhedernes rekrutteringsomkostninger samt værdien af arbejdsløshed relativt til beskæftigelse. Michaillat og Saez (2022) argumenterer på denne baggrund for, at arbejdsmarkedet i USA oftest opererer med et inefficiant højt ledighedsniveau. Det sker således meget sjældent, at ledigheden er under det efficiente niveau, men det har i USA været tilfældet i forbindelse med Korea- hhv. Vietnamkrigen samt umiddelbart før coronapandemien og i perioden efter midten af 2021.

- a) Der er et samlet velfærdstab ved ledighed, idet personen ikke kan producere i markedet, ligesom det kan være belastende for det mentale helbred. I modsat retning trækker, at den ledige har øgede muligheder for hjemmeproduktion og mere fritid, hvilket løfter velfærden, jf. Michaillat og Saez (2021).

**Beskæftigelsesgap måler kapacitetspres**

Det såkaldte beskæftigelsesgap, som måler forskellen mellem faktisk og strukturel beskæftigelse, er en anden måde at måle det aktuelle kapacitetspres i økonomien på. Den strukturelle beskæftigelse kan ikke direkte observeres, men må i stedet estimeres. Vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2022* var, at beskæftigelsesgap medio 2022 var knap 4 pct. Det er et betydeligt beskæftigelsesgap, som kun var lidt under niveauet op til finanskrisen, og vurderingen var derfor, at dansk økonomi bevægede sig tæt på kapacitetsgrænsen.

**Strukturel beskæftigelse opjusteres ca. 30.000 i 2022, ...**

Siden vurderingen i efteråret er den strukturelle beskæftigelse opjusteret ca. 30.000 personer i 2022, jf. figur II.21 og boks II.7. Opjusteringen skal ses i lyset af, at beskæftigelsen er steget betydeligt igennem 2022, uden at ledigheden er faldet, og uden at lønstigningstakten endnu er



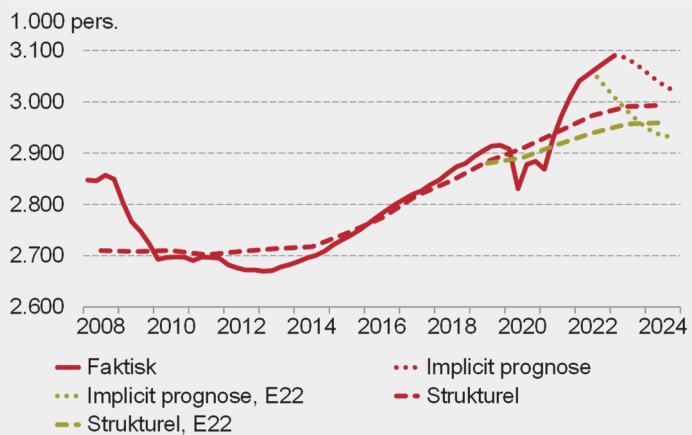
tiltaget markant. Det indikerer alt andet lige, at kapaciteten i dansk økonomi er steget. Den reviderede vurdering indebærer, at beskæftigelsesgap i 2022 skønnes at være ca. 3 pct. Det er fortsat et betydeligt gap, der afspejler et højt pres på arbejdsmarkedet, hvilket er konsistent med indikatorerne beskrevet ovenfor. Størrelsen på beskæftigelsesgap indikerer dog, at presset i 2022 var mindre end i 2008, hvor beskæftigelsesgap skønnes at have været ca. 4½ pct. Det skønnede lavere pres end i 2008 er konsistent med billedet fra flere indikatorer, herunder antallet af forgæves rekrutteringer, antallet af jobannoncer (renset for den underliggende trend) samt ledighedsgap.

... men beregningen er forbundet med usikkerhed

Beregningen af strukturel beskæftigelse er forbundet med usikkerhed, og i perioder med betydelig beskæftigelsesfremgang er der risiko for, at en konjunktuel stigning forveksles med underliggende strukturel fremgang, og at strukturel beskæftigelse på den baggrund opjusteres for meget. Det skønnede niveau for den strukturelle beskæftigelse er forbundet med mere usikkerhed end vanligt, idet beregningen for de seneste tre år er foretaget med en mere simpel tilgang, end der normalt anvendes i De Økonomiske Råds sekretariat.

FIGUR II.21 BESKÆFTIGELSE

Strukturel beskæftigelse er opjusteret med ca. 30.000 personer i 2022 siden vurderingen i efteråret. Beskæftigelsen ventes at falde gradvist mod det strukturelle niveau frem mod 2025.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2023. Derefter er vist en implicit kvartalsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelses-skønnene på årsniveau.

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

**BOKS II.7 FASTLÆGGELSE AF STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE**

Beregningen af den strukturelle arbejdsstyrke bygger på en opdeling af befolkningen i den arbejdsdygtige alder i personer i arbejdsstyrken hhv. personer udenfor arbejdsstyrken, idet personer uden for arbejdsstyrken yderligere opdeles på modtagere af forskellige typer af indkomstoverførsler samt selvforsørgende. I første trin konjunkturrenses antallet af modtagere i hver af grupperne uden for arbejdsmarkedet, hvorefter den strukturelle arbejdsstyrke fremkommer i andet trin ved at trække disse personer fra den samlede befolkning.

Konjunkturrensningen af grupperne udenfor arbejdsmarkedet sker i en estimation, der fastlægger konjunkturfølsomheden i de enkelte grupper, jf. ligning (1).  $U_{x_{a,t}}/U_{a,t}$  er andelen af befolkningen med alder  $a$  i år  $t$ , der er på indkomstoverførsel  $x$ . Der anvendes konkret to mål for konjunktursituationen (ledighedsgap og kapacitetsudnyttelse i industrien); der korrigeres endvidere for skønnede effekter af større arbejdsmarkedspolitiske tiltag, og der tillades en tidstrend til at fange underliggende tendenser, f.eks. øget tilbagetrækningsalder udover, hvad der direkte kan forklares af reformer. I estimationen ses på 15 grupper udenfor arbejdsstyrken, og ligningen estimeres på 1-års alderstrin for perioden 1996-2019. Metoden og nyeste estimation er beskrevet i *Dokumentationsnotat om estimation af den strukturelle arbejdsstyrke*.

$$(1) \quad \frac{U_{x_{a,t}}}{U_{a,t}} = \beta_a^0 + trend_{a,t} + Reformer_{a,t} + \beta_a^1 \cdot Konjunkturindikator_t + \varepsilon_{a,t}$$

En fordel ved denne tilgang er, at der samtidig med beregningen af den strukturelle arbejdsstyrke opnås et sammenhængende bud på det strukturelle antal personer på forskellige former for indkomstoverførsler.

Der findes på nuværende tidspunkt aldersfordelte data frem til og med 2021. Det er imidlertid valgt at se bort fra 2020-21 i estimationen, da det vurderes, at disse to år i for stort omfang er præget af corona-relaterede ændringer på arbejdsmarkedet. Dermed er 2019 det seneste estimationsår for ligning (1).

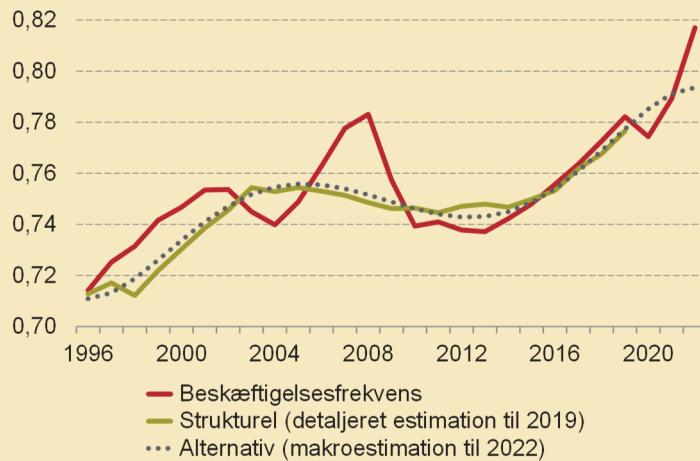
For årene 2020-22 suppleres den ovenstående estimation derfor med en estimation, der direkte konjunkturrenses makro-beskæftigelsesfrekvensen ( $Q/U$ ). Konkret anvendes ligning (2). Som konjunkturindikator benyttes ledighedsgap, og der medtages en tidstrend i estimationen, som også fanger effekter af reformer.

$$(2) \quad \frac{Q_t}{U_t} = \beta^0 + trend_t + \beta^1 \cdot Konjunkturindikator_t + \varepsilon_t$$

Den estimerede underliggende udvikling i beskæftigelsen i årene 1996-2019 er omtrent ens med de to estimationer, jf. figur A. Dette indikerer, at den makrobaserede tilgang kan give et rimeligt bud på den underliggende udvikling i den strukturelle beskæftigelse også i årene til og med 2022. Makro estimationen peger på en underliggende stigning i den strukturelle beskæftigelse på ca. 90.000 personer fra 2019 til 2022.

## BOKS II.7 FASTLÆGGELSE AF STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE, FORTSAT

FIGUR A BESKÆFTIGELSESFREKVENNS



Anm.: Figuren angiver den strukturelle beskæftigelsesfrekvens med den detaljerede metode, som anvendes frem til 2019 og følger ligning (1). Den stiplede linje angiver den alternative metode, som går til 2022 og følger ligning (2). Den røde linje angiver den faktiske beskæftigelsesfrekvens.

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

For årene efter 2022 fremskrives den strukturelle arbejdsstyrke med udviklingen i DREAM's socioøkonomiske fremskrivning.<sup>a)</sup>

I forhold til forudsætningen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, hvor også udviklingen fra 2019 til 2022 blev fastlagt med udgangspunkt i DREAM's socioøkonomiske fremskrivning, er der tale om en opjustering af den strukturelle beskæftigelse med ca. 30.000 personer i 2022.

a) Som udgangspunkt baseres DREAM's fremskrivning på konjunkturrensede, uændrede erhvervsfrekvenser (opdelt på køn, alder, etnicitet og uddannelse), hvorefter der korrigeres for vedtagen politik, herunder ændringer i tilbagetrækningsalderen.

### Beskæftigelse ventes at aftage igennem i år og næste år

Udsigten til mere afdæmpet vækst i år og næste år ventes i løbet af i år at give sig udslag i begyndende fald i beskæftigelsen. Faldet ventes at ske gradvist, snarere end som et brat tilbageslag, jf. ovenstående figur II.21. Som følge af stigende beskæftigelse igennem 2022 ventes beskæftigelsen at ligge på et lidt højere niveau i 2023 end året før. I 2024 ventes et fald på ca. 45.000 personer, jf. tabel II.2. Udviklingen indebærer et beskæftigelsesgap på ca. 3¼ pct. i 2023 og ca. 1½ pct. i 2024.

**Store bededag  
afskaffes i 2024**

Opgjort i timer øges beskæftigelsen i 2024 lidt af, at store bededag afskaffes som helligdag. Den isolerede effekt af afskaffelsen af store bededag på den gennemsnitlige arbejdstid er dog af begrænset størrelse i forhold til størrelsen af den underliggende tendens til fald i arbejdstiden. Afskaffelsen af store bededag antages kun midlertidigt at påvirke den gennemsnitlige arbejdstid, og der forudsættes ikke at være en arbejdsudbudseffekt i 2030, jf. boks II.8.

**BOKS II.8 AFSKAFFELSE AF STORE BEDEDAG SOM HELLIGDAG**

Regeringen og Radikale Venstre vedtog i februar at afskaffe store bededag som helligdag fra 2024. Finansministeriet har skønnet, at afskaffelsen af en helligdag vil have et gennemslag på den faktiske arbejdstid på 75 pct. af en arbejdsdag, svarende til 5½ time eller 0,34 pct. af den aftalte arbejdstid i 2024. Det svarer ifølge Finansministeriets beregninger til et øget arbejdsudbud på ca. 8.500 fuldtidspersoner. Finansministeriet lægger beregningsteknisk til grund, at effekten af at afskaffe en helligdag er tilstedeværende til og med 2030.

I nærværende fremskrivning forudsættes i overensstemmelse med antagelsen fra Finansministeriet et gennemslag på arbejdstiden på 75 pct. af en arbejdsdag i 2024. Effekten ventes i nærværende fremskrivning imidlertid ikke at være varig, idet afskaffelsen hverken påvirker tilskyndelsen til at arbejde mere (gennem timeløn eller skat) eller befolkningens præferencer (lysten til at holde fri) i forhold til arbejdstid, jf. også diskussionen i rapportens kapitel I. Over tid må den faktiske arbejdstid derfor igen forventes nedbragt, så den afspejler befolkningens præferencer for arbejde versus fritid. Denne tilpasning kan ske gennem overenskomstforhandlinger såvel som gennem mindre overarbejde, mere afspadsning af optjent overarbejde eller gennem jobskifte. Der findes ikke umiddelbart empiriske analyser af, hvordan og hvor hurtigt denne tilpasning sker, ligesom der ikke er empirisk belæg for, at effekten er varig. I fremskrivningen er det på den baggrund lagt til grund, at effekten aftrappes gradvist fra 2024 frem mod 2030.

**Opsummering:  
Udsigt til mindre  
beskæftigelsesfald  
end ventet i efteråret**

Beskæftigelsen ventes samlet at falde ca. 25.000 personer fra det gennemsnitlige niveau i 2022 til 2024. Dette fald er dels mindre, dels mere gradvist end skønnet i efteråret. Det skyldes, at dansk økonomi i lighed med mange andre lande har vist sig mere robust end ventet samtidig med, at udsigterne for de kommende år nu skønnes mindre pessimistiske end i efteråret. Hertil kommer, at den strukturelle beskæftigelse er opjusteret i forhold til vurderingen i efteråret. Samlet betyder det, at beskæftigelsen nu skønnes at falde i et mere afdæmpet tempo.

## II.4 OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2030

### Indhold i afsnit

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser mod 2030, centrale forudsætninger er beskrevet i boks II.9, og fremskrivningen er nærmere dokumenteret i baggrundsnotat til offentlige finanser. Først ses på udviklingen i de offentlige indtægter, udgifter og saldo. Det følges af en beskrivelse af fejlskøn for den offentlige saldo. Derefter beskrives udviklingen i den strukturelle saldo og finanspolitikens aktivitetspåvirkning. Til slut omtales EU-Kommissionens forslag til reviderede finanspolitiske regler.

### BOKS II.9 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR DE OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtagen politik. Det indebærer, at der indarbejdes gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomsterne. Det er i skønnet for det offentlige forbrug forudsat, at forslag til udgiftslofter for 2023 til 2026 anvendes fuldt ud. Der indarbejdes politiske aftaler, der endnu ikke er vedtaget ved lov. Derimod indarbejdes ikke målsætninger som eksempelvis findes i regeringsgrundlaget.

Konsekvenserne af målsætninger indarbejdes i takt med, at der aftales konkrete initiativer til at indfri disse målsætninger. Det er således forudsat, at politiske prioriteter som øgede forsvarsudgifter og investeringer i den grønne omstilling holdes indenfor de eksisterende udgiftsrammer. Udgifter til disse områder indarbejdes først, når de konkret indarbejdes i udgiftslofter eller finanslove.

#### Centrale forudsætninger:

- I 2023 følger det nominelle og reale offentlige forbrug eksklusiv afskrivninger skønnet fra *Økonomisk Redegørelse, marts 2023*. Der er dog sket en opjustering af det samlede forbrug, da det i denne fremskrivning er lagt til grund, at der vil ske en efterregulering af de offentlige budgetter på 2½ mia. kr. som følge af højere pris- og lønudvikling end det, der oprindeligt var lagt til grund. For 2024 til 2026 følger det offentlige forbrug udviklingen i udgiftslofterne. Fra 2026 til 2030 følger væksten i det offentlige forbrug det demografi- og velstandskorrigerede træk.
- De offentlige investeringer følger i 2023 skønnet fra *Økonomisk Redegørelse, marts 2023*. Fra 2024 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en omtrent konstant andel af BNP svarende til gennemsnittet for 2010-19.

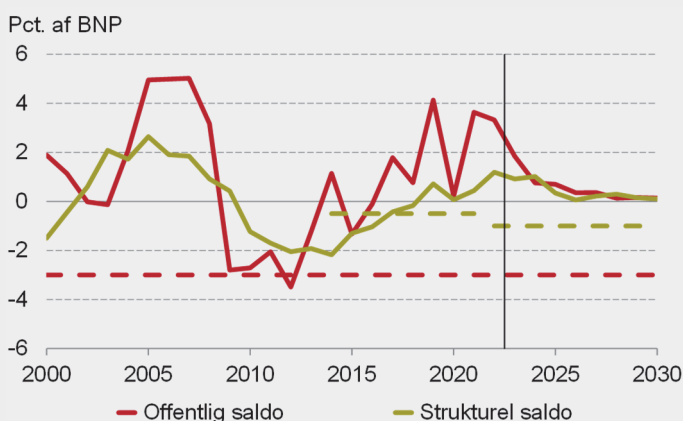
**FAKTISK SALDO FREM MOD 2030**

**Stort overskud i 2022 ændres til omtrent balance i 2030**

Danmarks Statistik har opgjort et offentligt overskud på omkring 3½ pct. af BNP i både 2021 og 2022. De store overskud var drevet af nogle midlertidige forhold, hvor skatter knyttet til afkastet på de finansielle markeder gav et højt afkast særligt i 2021, mens den gunstige konjunktursituation med høj beskæftigelse bidrog til overskuddet i 2022. Frem mod 2030 ventes de midlertidige forhold gradvist at forsvinde, hvilket medfører en svækkelse af den offentlige saldo til omtrent balance, jf. figur II.22.

**FIGUR II.22 OFFENTLIG SALDO**

Det aktuelt store offentlige overskud reduceres gradvist til omtrent balance i 2030.



Anm.: Den stiplede røde linje angiver grænsen på 3 pct. af BNP for underskuddet i stabilitets- og vækstpacten, mens den stiplede grønne linje er underskudsgrænsen i budgetloven, der blev ændret fra -½ pct. til -1 pct. af BNP i juli 2022.

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

**Indtægter og udgifter er lave i 2022, men stiger mod 2030**

Både de offentlige indtægter og udgifter som andel af BNP er i 2022 faldet til det laveste niveau i ca. 40 år. Faldet i indtægterne i procent af BNP skal blandt andet ses i lyset af, at inflationen medførte et fald i reallønnen hos lønmodtagerne, hvilket har reduceret lønnen som andel af BNP til et lavt niveau. Det har igen reduceret de offentlige indtægter fra personskatter, moms og afgifter målt som andel af BNP. Også udgiftssiden er blevet reduceret som følge af den faldende real-løn, da de offentlige lønninger er steget mindre end inflationen, og det

samme gælder for overførselsindkomsterne. Det har reduceret de offentlige udgifter til offentligt forbrug og overførselsindkomster som andel af BNP. Der ventes en relativ høj realvækst i lønningerne de kommende år, hvilket er med til at trække de offentlige indtægter og udgifter op frem mod 2030, jf. tabel II.3.

**Lavt forbrug har reduceret afgifterne**

Det er særligt de offentlige indtægter fra moms og afgifter, der stiger frem mod 2030. Det skal ses i lyset af, at det private forbrug som andel af BNP i 2022 faldt til det laveste niveau i mere end et halvt århundrede. Frem mod 2030 ventes forbruget at stige som andel af BNP, hvilket vil være med til at øge indtægter fra moms og afgifter.

**Offentligt forbrug og overførselsindkomster stiger**

På udgiftssiden er der særligt en stigning i det offentlige forbrug og indkomstoverførslerne som andel af BNP frem mod 2030. Det skyldes for det første, at konjunkturudviklingen har øget BNP over sit strukturelle niveau i 2022, mens udgifter til offentligt forbrug ikke afhænger af konjunkturudviklingen. Samtidigt er antallet af ledige lavt, hvilket begrænser udgifterne til overførselsindkomster. For det andet trækkes udgifterne midlertidigt ned af, at de offentlige lønninger og reguleringen af overførselsindkomsterne sker med en vis forsinkelse i forhold til de private lønninger, jf. boks II.10. I takt med, at efterslæbet indhentes frem mod 2030 stiger både det offentlige forbrug og overførslerne som andel af BNP. Denne tendens forstærkes af, at der er en relativ høj vækst i det offentlige forbrug, samtidigt med antallet af pensionister stiger og ledigheden øges i takt med at konjunktoren bevæger sig mod det neutrale niveau.

**Lav gæld og nettorenteindtægter mod 2030**

Den offentlige sektor har i dag en betydelig nettoformue, der ventes at stige en smule mod 2030. Det er medvirkende til, at der er en positiv nettorenteindtægt i hele perioden frem mod 2030. Det vurderes på grund af disse nettorenteindtægter, at der vil være overskud på den offentlige saldo i 2030. Betragtes den primære saldo, der er den offentlige saldo uden nettorenteindtægterne, er der et mindre underskud. På trods af, at der er en nettoformue har Danmark fortsat en stabil ØMU-gæld på knap 30 pct. af BNP. Det skyldes, at ØMU-gælden alene er en opgørelse af visse offentlige passiver, mens nettogælden tager højde for, at der også er finansielle aktiver.

TABEL II.3 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

	2022	2023	2024	2030
	----- Pct. af BNP -----			
Personskatter mv. <sup>a)</sup>	22,5	22,7	22,8	23,1
Aktieskat	1,6	1,1	1,1	1,1
Selskabsskat	3,1	3,0	2,6	2,7
Nordsøbeskatning	0,1	0,1	0,1	0,4
Pensionafkastbeskatning	0,4	0,6	0,6	0,8
Afgifter <sup>b)</sup>	14,4	14,4	14,4	15,4
Øvrige indtægter	4,3	3,9	3,9	4,4
Indtægter i alt <sup>c)</sup>	46,5	45,9	45,5	47,8
Offentligt forbrug <sup>d)</sup>	22,0	22,4	23,0	24,7
Offentlige investeringer <sup>e)</sup>	3,1	3,3	3,3	3,5
Indkomstoverførsler	13,8	14,1	14,1	15,4
Øvrige udgifter <sup>f)</sup>	4,6	4,7	4,7	4,3
Udgifter i alt <sup>c)</sup>	43,5	44,4	45,2	48,0
Primær saldo	3,0	1,4	0,3	-0,2
Nettorenteindtægter	0,3	0,4	0,4	0,3
Offentlig saldo	3,3	1,8	0,8	0,1
Strukturel saldo <sup>g)</sup>	1,2	0,9	1,0	0,1
ØMU-gæld	29,8	27,9	27,7	27,4
	----- Mia. kr. -----			
Offentlig saldo	93,0	52,8	22,5	4,9
	----- Realvækst, pct. -----			
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	-2,8	0,3	1,6	1,0
Off. investeringer ekskl. F&U	-1,5	2,4	3,6	1,9

a) Personskatter mv. omfatter kildeskat, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatter.

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter bl.a. 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 bl.a. subsidier og kapitaloverførsler.

g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Anm.: Væksten i det offentlige forbrug og de offentlige investeringer i 2030 er den gennemsnitlige vækst fra 2024 til 2030.

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

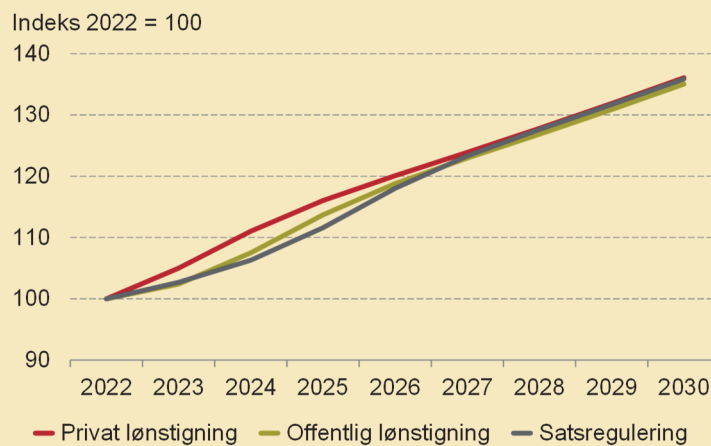


**BOKS II.10 PRIVATE LØNSSTIGNINGER FORBEDRER SALDOEN MIDLERTIDIGT**

De private overenskomster, der blev indgået i foråret 2023 indebærer, at lønninger stiger mere de næste par år, end de har gjort de seneste år. De højere private lønninger medfører, at personskatteindtægterne stiger. Der kommer også flere indtægter fra moms og afgifter, når lønstigningerne omsættes til forbrug.

De offentlige lønninger og overførselsindkomsterne stiger modsat den private løn begrænset i 2023. Det skyldes, at reguleringen af de offentlige lønninger følger de private med en forsinkelse. Overførselsindkomsterne stiger også mindre end de private lønninger, da overførselsindkomsterne som udgangspunkt reguleres med udviklingen i de private lønninger for to år siden.

De lavere stigninger i de offentlige lønninger og satserne for overførselsindkomster gør, at de offentlige udgifter stiger mindre end indtægterne fra skat på de privates løn. Der opstår altså aktuelt et gab mellem indtægterne og udgifterne, der gradvist indhentes frem mod 2030, jf. figur A.

**FIGUR A UDVIKLING I LØN OG OVERFØRSLER**

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

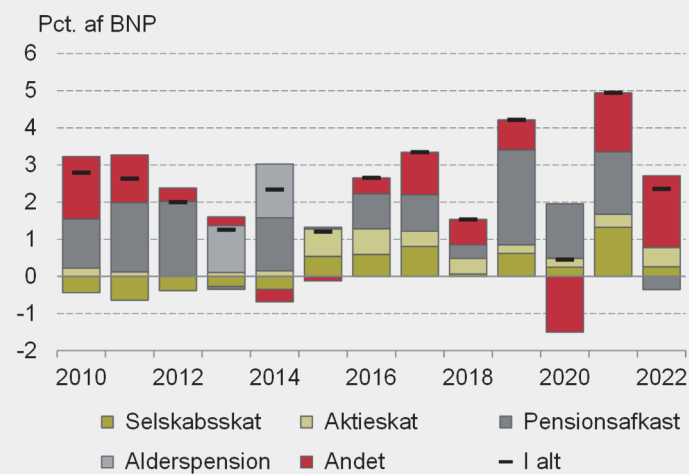
## FEJLSKØN FOR DEN OFFENTLIGE SALDO 2010-22

**Den offentlige saldo er blevet bedre end skønnet alle år siden 2010**

Den offentlige saldo er blevet bedre, end det var skønnet af Finansministeriet ved vedtagelsen af finansloven i december i alle år siden 2010. Selv i 2020, hvor der var store ekstraudgifter knyttet til håndtering af covid-19, endte den offentlige saldo med et lille overskud, hvor Finansministeriet i december 2019 skønnede et lille underskud. I gennemsnit er den realiserede offentlige saldo årligt blevet ca. 2½ pct. af BNP bedre, end det var skønnet, da finansloven blev vedtaget året før, jf. figur II.23. Finansministeriets fejlskøn er ikke unik, da skønnene i efterårsrapporterne fra formandskabet for De Økonomiske Råd har været af nogenlunde samme størrelse over perioden.

**FIGUR II.23 FEJLSKØN FOR DEN OFFENTLIGE SALDO**

Finansministeriet har undervurderet den offentlige saldo alle år siden 2010.



Anm.: Figuren viser forskellen mellem den realiserede saldo og Finansministeriets skøn i *Økonomisk Redegørelse* i december året før. Alderspension angiver indtægter knyttet til omlægning af kapitalpension til alderspension.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og *Økonomisk Redegørelse, december* diverse årgange.

**PAL-skat har ofte givet meget større provenu end skønnet**

I mange år skyldes den bedre end ventede saldo nogle få poster, der har givet et højere provenu end ventet. Det drejer sig særligt om pensionsafkastskatten (PAL), aktieafkastskatten og selskabsskatten, som kan svinge meget fra år til år og derfor er vanskelige at skønne over. Særligt PAL-skatten er meget afhængig af renteutviklingen, hvor faldende renter giver anledning til kursgevinster på obligationer og ofte også aktier. I hele perioden frem til 2021 er renten faldet, drevet af blandt andet en lempelig pengepolitik og måske mere underliggende en international tendens til fald i den naturlige realrente. I prognoserne har rentefaldet været undervurderet, og renten ultimo året er relativt systematisk blevet lavere end forventet. Det har ført til større kursgevinster, hvilket har gjort, at skattegrundlaget har været større end ventet. Set over perioden har indtægterne fra PAL-skat i gennemsnit været godt 1 pct. af BNP højere end ventet året før.

**Selskabsskat har givet et højt provenu de seneste år**

I de senere år er provenuet fra selskabsskatten også blevet væsentligt højere, end det var skønnet ved vedtagelsen af finansloven. Særligt de seneste seks år har indtægterne fra selskabsskatten været historisk høje. De høje provenuer skal blandt ses på baggrund af at de faldende renter har givet anledning til skattepligtige kursgevinster på den finansielle sektors beholdning af lange obligationer, der kan øge selskabsskatten. Et andet forhold, der har bidraget til de gentagne fejlskøn er, at beskæftigelsen i mange år har udviklet sig bedre end ventet, og at den mere positive konjunkturudvikling også har bidraget til større overskud i virksomhederne. En ændret branchesammensætning i industrien i retning af en større betydning af medicinalindustri kan også have påvirket provenuet fra selskabsskatten.

**Gælden er blevet lavere end forventet**

De systematiske fejlskøn har medført, at den offentlige gæld er blevet lavere, end det var skønnet. Den lavere gæld har isoleret set mindsket renteutgifterne og forbedret den finanspolitiske holdbarhed.

### **STRUKTUREL SALDO MOD 2030**

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

Den offentlige saldo svinger med konjunkturerne, da de offentlige indtægter fra skatter typisk stiger i en situation, hvor beskæftigelsen er høj, mens udgifter til ledige falder. Modsat i en lavkonjunktur, hvor indtægterne er lave. Disse kortvarige udsving har kun en ringe betydning for den økonomiske holdbarhed, så der bør ikke styres efter stillingen på den offentlige saldo ved tilrettelæggelsen af finanspolitikken. I den strukturelle saldo søges det netop at fjerne betydningen af disse midlertidige udsving fra høj eller lav beskæftigelse. I den metode, der anvendes i budgetloven tages der også blandt andet højde for, at visse

skattetyper kan svinge meget uden, at der er en nær sammenhæng med konjunktursituationen. Det gælder eksempelvis PAL.

**Kraftig forbedring af den strukturelle saldo siden 2014**

Den strukturelle saldo er løbende blevet forbedret siden 2014. Det er særligt drevet af, at der har været en stigning i den strukturelle beskæftigelse på ca. 250.000 personer fra 2014 til 2022. Den højere beskæftigelse har øget skatteindtægterne. En del af stigningen i den strukturelle beskæftigelse skyldes, at der har været en stigning i tilbagetrækningsalderen, hvilket har mindsket udgifter til tilbagetrækningsydelse. En tredje forklaring på forbedringen er en forholdsvis afdæmpet vækst i det offentlige forbrug.

**Aktuelt overskud på strukturel saldo**

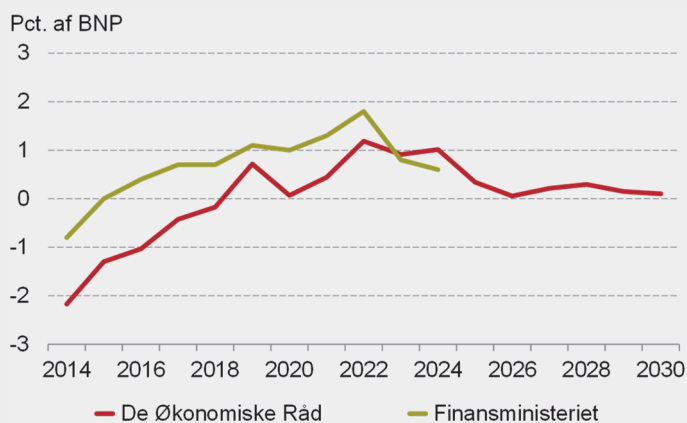
Det vurderes, at der i 2023 er et overskud på omkring 1 pct. af BNP på den strukturelle saldo. Det ventes dog, at saldoen forværres frem mod 2025, hvorefter den ventes at være tæt på nul i perioden 2026 til 2030, jf. figur II.24. Forværringen af den strukturelle saldo skyldes blandt andet, at reguleringen af overførselsindkomsterne ventes at blive høj i 2025 og 2026, jf. tidligere, og at der er en forholdsvis høj vækst i det offentlige forbrug i udgiftslofterne. Hele vejen til 2030 er der klar afstand til grænsen for det strukturelle underskud på 1 pct. af BNP, og det vurderes også med de anvendte fremskrivningsprincipper, at den strukturelle saldo vil være bedre end regeringens målsætning om et underskud på ½ pct. af BNP i 2030.

**Forskelle i vurdering skyldes særligt covid-19 og konjunktur**

Frem til 2022 har Finansministeriet vurderet, at den strukturelle saldo er bedre, end det er vurderet i nærværende fremskrivning. For de seneste år skyldes det blandt andet, at Finansministeriet korrigerer den strukturelle saldo for en række udgifter til covid-19, hvorimod de medtages i nærværende fremskrivning på linje med anbefalingen fra EU-Kommissionen, der heller ikke korrigerer for udgifter til covid-19. Der er også en forskel på, hvordan den strukturelle beskæftigelse og strukturelt BNP vurderes af Finansministeriet og i denne fremskrivning. Det medfører, at der er en forskellig vurdering af, hvordan konjunktursituationen har bidraget til den offentlige saldo i 2020 til 2022, jf. tabel II.4.

FIGUR II.24 STRUKTUREL SALDO

Den strukturelle saldo er forbedret i perioden siden 2014.



Anm.: Der er kun offentliggjort skøn fra Finansministeriet frem til 2024 i Økonomisk Redegørelse.

Kilde: Økonomiministeriet, Økonomisk Redegørelse, maj 2023 og egne beregninger.

### Større strukturelle overskud i 2023 og 2024 end vurderet af Finansministeriet

I de næste par år vurderes det, at der fortsat vil være strukturelle overskud på godt 1 pct. af BNP. Det er noget over vurderingen hos Finansministeriet. Forskellen skyldes primært, at det i nærværende fremskrivning er forudsat, at den strukturelle beskæftigelse er lidt højere end vurderet af Finansministeriet, og at den gennemsnitlige arbejdstid også er lidt højere. Det forbedrer den strukturelle saldo i denne fremskrivning. Modsat trækker vurderingen af de strukturelle indtægter fra PAL-skat, hvor Finansministeriet skønner et højere strukturelt provenu.

**TABEL II.4 FORSKEL I DEN STRUKTURELLE SALDO TIL FINANSMINISTERIET**

Forskelle i den strukturelle saldo i 2020-22 skyldes særligt behandlingen af udgifter til covid-19 og vurderingen af konjunktursituationen.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	----- Pct. af BNP -----					
Dansk Økonomi, forår 2023	0,7	0,1	0,4	1,2	0,9	1,0
Økonomisk Redegørelse, marts 2023	1,1	1,0	1,3	1,8	0,8	0,6
Forskel	-0,4	-0,9	-0,9	-0,7	0,1	0,4
- heraf covid-19	0,1	-1,6	-1,8	-0,5	0,0	0,0
Øvrig forskel	-0,5	0,7	1,0	-0,2	0,0	0,3
Bidrag til forskel:						
- Konjunkturbidrag	-0,1	0,9	1,5	0,5		
- PAL-indtægter	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4
Realøkonomiske forhold						
- Arbejdstid					0,3	0,4
- Strukturel beskæftigelse					0,4	0,3
- Andet	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,1

Anm.: Der er en forskel på vurderingen af den strukturelle beskæftigelse i alle år. I de år, hvor der er data, indgår betydningen af disse forskelle i konjunkturbidraget, mens de i fremskrivningen indgår i strukturel beskæftigelse.

Kilde: Økonomiministeriet, Økonomisk Redegørelse, maj 2023 og egne beregninger.

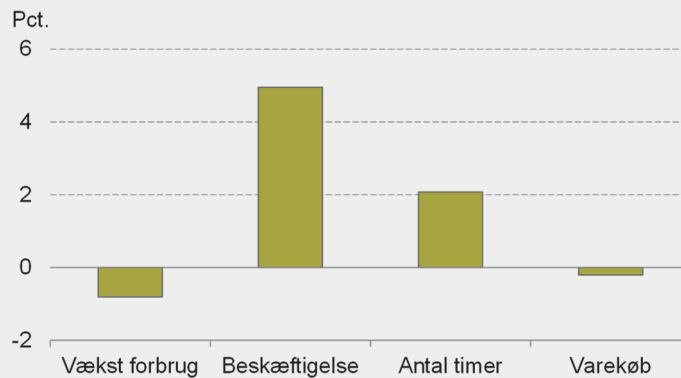
## FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

### Væksten i det offentlige forbrug følger ikke beskæftigelsen

Ved vurderingen af finanspolitikens aktivitetsevirkning er særligt udviklingen knyttet til det offentlige forbrug vigtig. Der er umiddelbart et fald i det offentlige forbrug fra 2019 til 2022 i Danmarks Statistiks opgørelse, jf. figur II.25. Det offentlige forbrug har altså isoleret set trukket ned i BNP-væksten i perioden, selvom der var en stor stigning i den offentlige beskæftigelse i perioden på ca. 5 pct. Men i den samme periode faldt det gennemsnitlige timetal for de offentligt beskæftigede, hvorfor antallet af arbejdede timer i det offentlige kun er steget med 2 pct. Samtidigt er det offentlige varekøb stort set uændret i mængder henover perioden.

**FIGUR II.25 OFFENTLIG FORBRUGSVÆKST 2019-22**

Det offentlige forbrug er faldet til trods for, at den offentlige beskæftigelse er steget.



Anm.: Vækst i forbrug er udviklingen i det offentlige forbrug i nationalregnskabet. Afskrivningerne, der indgår i nationalregnskabet's opgørelse, har i perioden trukket ned i den opgjorte vækst i det offentlige forbrug, og væksten opgjort uden afskrivninger har været 0,0 pct. Opgøres det offentlige forbrug efter den såkaldte inputmetode, hvor udviklingen i forbruget afhænger af anvendelse af inputfaktorer, har væksten i det offentlige forbrug uden afskrivninger været på 2,6 pct. over perioden.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank.

### Stigning i den strukturelle beskæftigelse dæmper aktivitetspres

Ved vurdering af finanspolitikens aktivitetsvirkning tages der også højde for udviklingen i den strukturelle beskæftigelse og strukturelt BNP. Det lægges til grund, at når den strukturelle beskæftigelse stiger med 1 pct. kan den offentlige beskæftigelse også stige med 1 pct., uden at det påvirker aktivitetspresset målt ved finanseffekten. Siden 2019 har der været en stigning i den strukturelle beskæftigelse opgjort i personer på 3 pct., hvilket isoleret dæmper aktivitetspresset for en given udvikling i den offentlige beskæftigelse.

### Finanspolitik dæmper aktiviteten i 2023

Finanspolitikken har været påvirket af en række midlertidige forhold de seneste år. Særligt covid-19 gav i 2020 og 2021 anledning til en række midlertidige udgifter, som påvirkede aktivitetsniveauet. De midlertidige tiltag blev dog rullet tilbage, og i 2022 var de eneste ekstraordinære tiltag, at der var en betydelig vaccine- og testaktivitet i starten af året, samt at der blev udbetalt nogle af erstatningerne til minkavlerne. Når

finanspolitikken skal vurderes, giver det derfor mening at se på perioden 2019-22 under et. I denne periode vurderes finanspolitikken samlet set at have været neutral. Det vil sige, at finanspolitikken hverken har øget eller mindsket presset i økonomien, jf. tabel II.5. I 2023 vurderes finanspolitikken, målt ved den etårige finanseffekt, at være negativ, primært drevet af udviklingen i det offentlige forbrug. Det negative bidrag skal ikke mindst ses i lyset af, at der som nævnt fortsat i starten af 2022 var midlertidige udgifter knyttet til covid-19.

**TABEL II.5 FINANSEFFEKT**

Finanspolitikken har været stort set neutral set over perioden fra 2019 til 2024.

	2019-22 <sup>a)</sup>	2022-23 <sup>b)</sup>	2023-24 <sup>b)</sup>
	----- 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	0,0	0,1
<b>Finanseffekt i alt</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,2</b>

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

b) Finanseffekten i 2023 set i forhold til året før.

Kilde: Egne beregninger.

#### Finanspolitikken øger aktiviteten i 2024

Der kan endnu ikke laves en egentlig vurdering af finanspolitikken i 2024, da der ikke er fremlagt et forslag til finanslov med regeringens prioriteringer. Med de vedtagne udgiftslofter og den gældende skattemæssige lovgivning kan der dog laves en teknisk vurdering af finanspolitikken aktivitetsevirkning i 2024. Med udgiftslofterne er der lagt op til en relativt høj vækst i det offentlige forbrug. Der er også en lille positiv effekt fra posten *Øvrige*, der blandt andet dækker over, at ejendomsskatterne sænkes, når de nye vurderinger træder i kraft, og der tilbagebetales for meget betalte ejendomsskatter, der vedrører en tidligere periode.

#### Finanspolitikken i 2022 vurderes nu mindre ekspansiv end i efteråret 2022

Ved vurderingen af finanspolitikken i forbindelse med denne fremskrivning er finanseffekterne nedjusteret i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2022*. Når vurderingen af finanseffekten for perioden 2019 til 2022 er nedjusteret skyldes det primært to forhold. For det første er niveauet for det reale offentlige forbrug i 2022 reduceret med



16½ mia. kr. i forhold til niveauet forudsat i efteråret, hvilket både skyldes et mindre forbrug i kroner, og at priserne på offentligt varekøb steg mere end forudsat. For det andet er den strukturelle beskæftigelse opjusteret med godt 1 pct., hvilket medfører, at en given finanspolitik fremstår mere kontraktiv.

**Forskel i etårig  
finanseffekt i forhold  
til Finansministeriet  
i 2023, men ikke i  
2024**

Finansministeriet har i *Økonomisk Redegørelse* fra maj også offentliggjort en vurdering af finanspolitikken aktivitetsevirkning. Der er en forholdsvis stor forskel i vurderingen af den etårige finanseffekt i 2023. Denne forskel hænger især sammen med behandlingen af forhold knyttet til covid-19, hvor Finansministeriet medtager ændringer for nogle specifikke forhold i den flerårige finanseffekt i opgørelsen af deres etårige finanseffekt. I 2024 er der stort set den samme vurdering af finanspolitikken, idet Finansministeriet skønner en etårig finanseffekt på 0,1 pct.point, mens der i nærværende fremskrivning skønnes en finanseffekt på 0,2 pct.point.

## **FORSLAG OM ÆNDRING I EU'S FINANSPOLITISKE RAMMEVÆRK**

**EU-Kommissionen  
foreslår ændrede  
finanspolitiske  
regler**

I april fremsatte EU-Kommissionen et forslag til revision af det finanspolitiske rammeværk i EU. Danmark følger de samme regler som de lande, der er medlemmer af ØMU, så en ændring af det samlede finanspolitiske regelsæt er af betydning for, hvordan den danske finanspolitiske styring kan fastlægges. I afsnittet gennemgås kort, hvad konsekvenserne af forslaget vil være for lande med høj gæld og for Danmark.

**De normale  
regler har været  
suspenderet  
siden 2020**

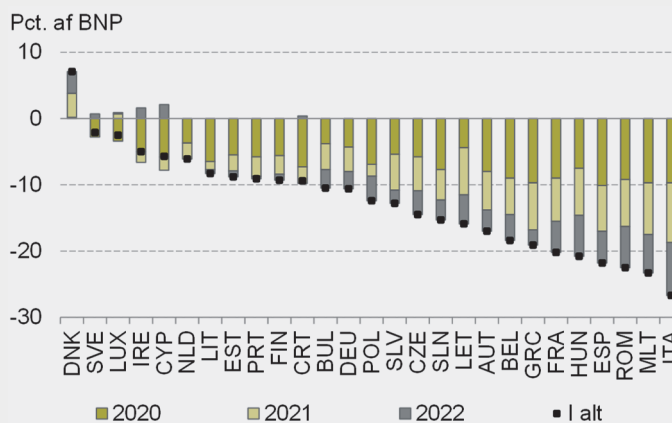
Det nuværende finanspolitiske regelsæt i EU består af en lang række regler. De vigtigste er en grænse for størrelsen af det offentlige underskud på 3 pct. af BNP, og en grænse for størrelsen af ØMU-gælden på 60 pct. af BNP. Endvidere er der regler for, hvor hurtigt gælden skal tilpasse sig gældsgrænsen, og der er regler for det maksimalt tilladte underskud på den strukturelle saldo. For Danmark er grænsen for underskuddet på den strukturelle saldo 1 pct. af BNP. Efter udbruddet af covid-19 foreslog EU-Kommissionen i marts 2020 at aktivere den generelle undtagelsesbestemmelse i det finanspolitiske rammeværk, der suspenderer de normale regler. EU-Kommissionen har meddelt, at suspensionen af de finanspolitiske regler vil ophøre med udgangen af 2023, hvorefter reglerne igen skal overholdes.

**Store underskud i de fleste lande, mens reglerne var suspenderet**

Den udvidede fleksibilitet, som følger af suspensionen af reglerne, er blevet udnyttet i mange lande siden 2020, hvor de fleste lande har haft betydelige underskud. Danmark er det eneste land, der har haft overskud samlet set over de tre år 2020 til 2022, og faktisk har haft overskud alle de tre år. I de fleste andre lande har der været underskud, som i mange tilfælde har været langt over 3 pct. af BNP. Seks lande har haft et samlet underskud set over de tre år på mere end 20 pct. af BNP, jf. figur II.26.

**FIGUR II.26 UNDERSKUD I EUROPÆISKE LANDE**

De fleste lande har haft betydelige underskud på den offentlige saldo fra 2020 til 2022.



Anm.: Underskuddene er akkumuleret over perioden.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Høj gæld i mange lande efter finanskrisen**

Nogle lande havde allerede en høj gæld efter finanskrisen, og i en række sydeuropæiske lande blev gælden ikke nedbragt frem mod 2019 på trods af de finanspolitiske regler og de relativt gunstige konjunkturer. Disse lande havde derfor et ekstraordinært dårligt udgangspunkt, da pandemien ramte.

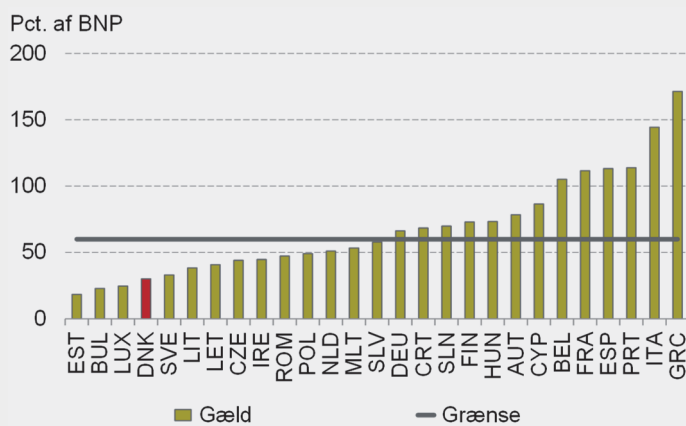
**De nuværende krav til gældsreduktion betragtes som problematiske**

I dag er der en række særligt sydeuropæiske lande, der har gæld på over 100 pct. af BNP, mens Danmark har en lav gæld, jf. figur II.27. De nuværende regler indebærer, at lande der har en ØMU-gæld på over 60 pct. af BNP, som udgangspunkt skal reducere denne gæld med en tyvendel af afstanden til grænsen i gennemsnit over en periode på

tre år. Et land med en gæld på f.eks. 100 pct. af BNP skal altså reducere gælden med ca. 2 pct.point om året. Det er vurderingen, at en så hastig gældsreduktion kan risikere at medføre et behov for en finanspolitisk opstramning, der er så kraftig, at den vil udløse en periode med lav vækst i BNP, hvilket kan øge kravet til den finanspolitiske stramning. Det er en væsentlig del af baggrunden for, at EU-Kommissionen ønsker at få ændret de nuværende krav til gældstilpasning for lande med høj gæld, så disse lande i stedet nedbringer gælden i et tempo, der vurderes at være mere troværdigt.

**FIGUR II.27 GÆLD I DE EUROPÆISKE LANDE**

Mange lande har i 2022 en gæld, der er over EU's grænse på 60 pct. af BNP.



Anm.: Den vandrette linje angiver grænsen for ØMU-gæld på 60 pct. af BNP fra stabilitets- og vækstpakten.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Mere fokus på  
udgiftsvækst  
mindre fokus på  
strukturel saldo**

I det nuværende finanspolitiske rammeværk er der fokus på den strukturelle saldo, hvor der er regler for det maksimale strukturelle underskud. I forslaget vil der være mindre fokus på den strukturelle saldo. I stedet vil fokus blive flyttet over på væksten i de offentlige udgifter på mellemlangt sigt, hvor landene skal styre efter et mål for udgiftsvækst i en mellemlangt sigt, der som udgangspunkt er fire år. Planerne kan dog forlænges til syv år, hvis landet gennemfører reformer eller visse investeringer, der er med til at sikre den finanspolitiske holdbarhed på det, EU-Kommissionen betegner som mellemlang sigt. Udgiftsmålet skal sættes, så det sikrer, at landets gæld gradvist vil konvergere ned mod 60 pct. af BNP på mellemlang sigt.

**Få regler for lande med lav gæld, ...**

For lande med en gæld under grænsen på de 60 pct. af BNP er der umiddelbart lagt op til, at der skal være få krav fra EU's side. De eneste regler, der som udgangspunkt skal gælde for disse lande, er, at underskuddet på den offentlige saldo ikke må overstige 3 pct. af BNP, og ØMU-gælden ikke må stige over 60 pct. af BNP. De nuværende krav til den strukturelle saldo afskaffes.

**... men i praksis er der fortsat et krav til den strukturelle saldo, ...**

På trods af, at kravene til den strukturelle saldo formelt ophæves, vil der fortsat være et implicit krav til det maksimale strukturelle underskud, da der er en grænse for underskuddet på den offentlige saldo på 3 pct. Hvis der styres efter et strukturelt underskud for tæt på 3 pct. vil grænsen for underskuddet på den offentlige saldo jævnlige blive brudt, når landet kommer ind i en lavkonjunktur, der svækker den offentlige saldo. I EU-Kommissionens egne mellemfristede fremskrivninger vil der i praksis derfor også indgå en sti for udviklingen i deres skøn for den strukturelle saldo i de enkelte lande.

**... og landene kan vælge at fastholde regler om strukturel saldo**

Hvis der ikke fremadrettet er krav fra EU om størrelsen på det maksimalt tilladte underskud på den strukturelle saldo, står det de enkelte lande frit for, om de vil fastholde deres nuværende regler om den strukturelle saldo. I Danmark indeholder budgetloven en grænse for underskuddet på den strukturelle saldo, der skal være overholdt ved forslaget til finanslov. Denne grænse kan fastholdes uændret også med de foreslåede nye finanspolitiske regler på EU-niveau. Det kan bemærkes, at den mellemfristede styring i Danmark med mål for den strukturelle saldo på mellemlang sigt (aktuelt 2030) har været gældende siden 1990'erne, hvilket er længe før, at der var krav fra EU til den strukturelle saldo.

**EU-Kommissionens vurdering af strukturel saldo svinger meget**

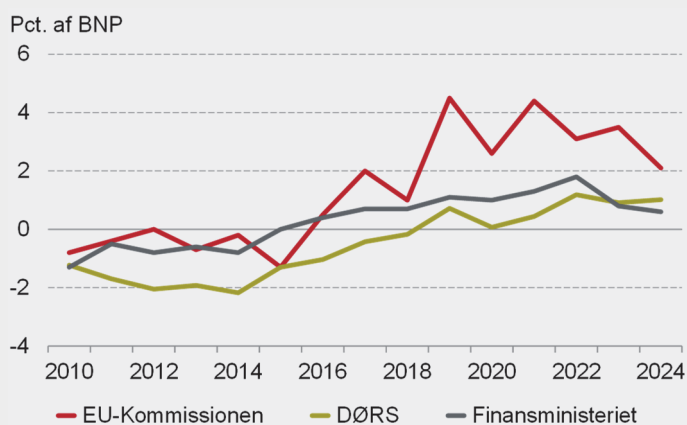
EU-Kommissionen opgør i dag den strukturelle saldo for alle medlemslandene, og vil fortsætte med at gøre det i forbindelse med deres mellemfristede fremskrivninger. Når den strukturelle saldo skal beregnes for alle EU-lande, er det nødvendigt at anvende en forholdsvis enkel metode, der kan anvendes i alle lande. Det er ikke muligt at tage hensyn til, at landene er forskellige med en forskellig indretning af deres skattesystem. Derfor beregnes den strukturelle saldo af EU-Kommissionen alene som den offentlige saldo korrigeret for en skønnet påvirkning fra konjunkturerne og eventuelle engangsforhold, der har påvirket den offentlige saldo i et enkelt år, som eksempelvis fremrykning af skatter i forbindelse med udbetalingen af feriepenge i Danmark. Derimod tages der ikke hensyn til, at indtægterne fra f.eks. PAL-skatten svinger meget fra år til år, uden der er en klar sammenhæng med konjunktursituationen. Udsving i provenuet fra PAL-skat vil derfor påvirke EU-Kommissionens vurdering af den strukturelle saldo for Danmark.

I Danmark anvendes en mere detaljeret metode

I Danmark beregnes den strukturelle saldo i budgetloven efter Finansministeriets metode, som er langt mere detaljeret. Der beregnes et strukturelt provenu for visse skatter som PAL og selskabsskat, der svinger meget uden, at der er en tæt sammenhæng med konjunktursituationen. Den strukturelle saldo i opgørelser fra Finansministeriet og De Økonomiske Råd efter Finansministeriets metode har derfor en langt mere stabil udvikling, end det er tilfældet hos EU-Kommissionen, jf. figur II.28.

FIGUR II.28 STRUKTUREL SALDO

EU-Kommissionens vurdering af den strukturelle saldo svinger meget fra år til år.



Kilde: EU-Kommissionen, *Spring Forecast 2023*, Økonomiministeriet, *Økonomisk Redegørelse, maj 2023* og egne beregninger.

## II.5 VURDERINGER OG ANBEFALINGER

### Indhold i afsnittet

I dette afsnit diskuteres den førte og planlagte finanspolitik på baggrund af vurderingen af den aktuelle konjunktursituation, som præsenteret i afsnit II.3. Først vurderes den planlagte finanspolitik i 2023-24 og herefter følger vurderinger knyttet til budgetlovens underskudsgrænse og den mellemfristede saldomålsætning. I rapportens kapitel I findes vurderinger og anbefalinger til andre dele af den økonomiske politik.

### FINANSPOLITIKKEN I 2023-24

#### Højt kapacitetspres i 2023, som ventes at aftage

Beskæftigelsen steg betydeligt gennem 2022, og stigningen er fortsat i de første måneder af 2023. Ved indgangen af året var der derfor et stort kapacitetspres i dansk økonomi, men det vurderes, at der er udsigt til en vis afmatning de kommende år som følge af lav vækst i udlandet, høj inflation samt høje renter. Prognosen for dansk økonomi indebærer på den baggrund, at beskæftigelsen gradvist aftager ned mod det konjunkturneutrale niveau frem mod 2025. I 2023 skønnes der med et beskæftigelsesgap på ca. 3¼ pct. at være omtrent samme pres på økonomiens kapacitetsgrænser som i 2022, mens presset i 2024 ventes at aftage til et beskæftigelsesgap på ca. 1½ pct., jf. tabel II.6.

TABEL II.6 CENTRALE STØRRELSER FOR DEN FINANSPOLITISKE VURDERING

	2019	2022	2023	2024	2030
Beskæftigelsesgap (pct.)	0,7	3,1	3,2	1,6	0,0
Strukturel saldo (pct. af BNP)	0,7	1,2	0,9	1,0	0,1
Etårig finanseffekt (pct. af BNP)		-	-0,2	0,2	-
Kumuleret finanseffekt (pct. af BNP)		0,0	-0,1	0,1	-

Anm.: Den kumulerede finanseffekt er opgjort i forhold til 2019. En negativ finanseffekt angiver en stramning af finanspolitikken.

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

**Finanspolitikken i 2023 vurderes at være for lempelig**

Finansloven for 2023 skønnes at være omtrent neutral i forhold til påvirkningen af aktivitetsniveauet set i forhold til 2019, jf. rækken "Kumuleret finanseffekt" i tabel II.6. Beskæftigelsesgap vurderes på nuværende tidspunkt at være udvidet betragteligt siden 2019, og i det lys burde finanspolitikken i højere grad bidrage til at dæmpe aktiviteten. Finansloven for 2023, der blev vedtaget i maj 2023, indebærer en lille stramning, jf. rækken "Etårig finanseffekt" i tabellen. I lyset af, at presset på økonomiens kapacitetsgrænser fortsat er betydeligt, burde der have været en større stramning. Eventuelle ændringer i finanspolitikken senere i år kan realistisk ikke nå at påvirke den økonomiske aktivitet nævneværdigt i år, men det bør som minimum sikres, at der i resten af året ikke indgås aftaler, der øger efterspørgselspresset.

**Finanspolitikken i 2024 ...**

Finanspolitikken for 2024 planlægges samlet set først med forslaget til finanslov i august, men dele af finanspolitikken tilrettelægges allerede i løbet af sommeren i forbindelse med økonomiaftalerne med kommuner og regioner for 2024. Indtil forslag til finanslov for 2024 fremlægges, er vurderingen af finanspolitikken for 2024 baseret på vedtagen politik, vedtagne udgiftslofter samt en række beregningstekniske antagelser, jf. afsnit II.4.

**... er til den lempelige side**

Finanspolitikken i 2024 vurderes med de givne forudsætninger at indebære en lille lempelse. Isoleret set taler den forventede afmatning i 2024 i retning af, at der kan ske en lempelse af finanspolitikken, men der er flere argumenter, som taler imod dette. For det første er det indenlandske inflationspres aktuelt stigende, og det forventes, at der vil være et signifikant positivt bidrag til inflationen fra indenlandske faktorer også i 2024. Dette taler for en stramning af finanspolitikken. For det andet vurderes finanspolitikken siden 2019, som nævnt, ikke at afspejle den udvikling, der har været i konjunktursituationen. Når finanspolitikken ikke er strammet i takt med opbygningen af et pres på kapaciteten, så er der heller ikke belæg for at lempe, når konjunktursituationen gradvist normaliseres.

**Finanspolitikken i 2024 bør ikke øge efterspørgselspresset**

Formandskabet vurderer, at argumenterne mod en finanspolitisk lempelse med de nuværende konjunkturudsigter taler for, at finanspolitikken i 2024 ikke bør bidrage til at øge efterspørgselspresset, snarere tværtimod. Erfaringen viser, at konjunkturudviklingen ofte bliver anderledes end forventet. Større ændringer i konjunkturudsigterne eller ændringer i den førte finanspolitik i 2023 vil derfor kunne påvirke denne anbefaling.

## BUDGETLOVENS UNDERSKUDSGRÆNSE OG 2030-MÅLSÆTNING

### De offentlige finanser vurderes at være sunde

Der skønnes i år at være et overskud på den strukturelle saldo på ca. 1 pct. af BNP. Frem mod 2030 skønnes saldoen at blive svækket, og i 2030 vurderes der at være udsigt til omtrent balance på den strukturelle saldo. Den strukturelle saldo ventes dermed klart at holde sig over budgetlovens underskudsgrænse på 1 pct. af BNP i hele perioden frem mod 2030. Samtidig viste beregningerne i *Dansk Økonomi, efterår 2022*, at finanspolitikken med en holdbarhedsindikator på 1,0 pct. af BNP skønnedes at være mere end holdbar. Formandskabets vurdering er derfor, at de offentlige finanser er grundlæggende sunde.

### Mellemløstede målsætninger nås uden yderligere tiltag

Vurderingen af de offentlige finanser i 2030 bygger på en række forudsætninger, herunder at afskaffelsen af store bededag som helligdag fra 2024 ikke skønnes at have en arbejdsudbudseffekt i 2030, jf. tidligere i nærværende kapitel samt diskussionen i rapportens kapitel I. De offentlige finanser skønnes dermed at være grundlæggende sunde, også i fravær af en mulig effekt af afskaffelsen af store bededag. Mere generelt er det formandskabets vurdering, at det med de givne forudsætninger ikke er nødvendigt at gennemføre nye finans- og strukturpolitiske tiltag af hensyn til den mellemløstede saldomålsætning eller holdbarheden. Denne vurdering kan dog ændres, hvis der opstår et politisk ønske om at afsætte flere penge til eksempelvis forsvaret eller opnåelse af klimamålsætninger, eller hvis lønmodtagerne ønsker at fortsætte den historiske tendens til lavere arbejdstid.



## LITTERATUR

Aiyar, S., J. Chen, C. Ebeke, R. Garcia-Saltos, T. Gudmundsson, A. Ilyina, A. Kangur, T. Kunaratskul, S. Rodriguez, M. Ruta, T. Schulze, G. Soderberg og J.P. Trevino (2023): Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism. IMF Staff Discussion Notes. Januar 2023.

Andersen, A.L., N. Johannesen, M. Jørgensen og J.-L. Peydró (2022): Monetary Policy and Inequality. CEBI Working Paper Series. Københavns Universitet.

Arce, O., E. Hahn og G. Koester (2023): How Tit-for-Tat Inflation Can Make Everyone Poorer. The ECB Blog. 30. marts 2023.

Benigno, P. og G.B. Eggertsson (2023): It's Baaack: The Surge in Inflation in the 2020s and the Return of the Non-Linear Phillips Curve. NBER Working Paper No. 31197.

Borio, C., B. Hofmann og E. Zakrajšek (2023): Does Money Growth Help Explain the Recent Inflation Surge? BIS Bulletin No. 67.

Cardoso, M., C. Ferreira, J.M. Leiva, G. Nuño, Á. Ortiz og T. Rodrigo (2022): The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets. Red Nacional De Investigadores en Economía Working Papers 176.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og T. Ropele (2020): Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, 135 (1), s. 165-219.

Coibion, O., D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko og M. van Rooij (2021): How Does Consumption Respond to News About Inflation? Field Evidence from a Randomized Control Trial. Arbejdsrapport.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og M. Weber (2022): Monetary Policy Communications and the Effects on Household Inflation Expectations. *Journal of Political Economy*, 130 (6), s. 1537-1584.

Cæuré, B. (2019): The Rise of Services and the Transmission of Monetary Policy. Tale ved den 21. Geneva Conference on the World Economy.

Danmarks Nationalbank (2019a): Risikoen for global recession er steget. Analyse (16).

Danmarks Nationalbank (2019b): Boligskatteaftalens effekt på boligpriserne. Analyse (6).

Danmarks Nationalbank (2022): Udsigter for dansk økonomi – september 2022. Analyse (11).

Danmarks Nationalbank (2023a): Inflation – Why Did it Rise and What Are the Drivers Ahead? Economic Memo.

Danmarks Nationalbank (2023b): Konverteringsgevinster har nedbragt gæld og kan understøtte forbrug. Nyt (1).

De Økonomiske Råds formandskab (2020): *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

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

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

Doh, T. og A.T. Foerster (2022): Have Lags in Monetary Policy Transmission Shortened? Economic Bulletin. Federal Reserve Bank of Kansas City.

ECB (2021): Inflation Expectations and Their Role in Eurosystem Forecasting. Occasional Paper Series.

EU-Kommissionen (2023): *European Economic Forecast, Spring 2023*. Maj 2023.

Fajgelbaum, P.D. og A.K. Khandelwal (2022): The Economic Impacts of the US-China Trade War. *Annual Review of Economics*, 14, s. 205-228.

Galesi, A. og O. Rachedi (2019): Service Deepening and the Transmission of Monetary Policy. *Journal of the European Economic Association*, 17(4), s. 1261-1293.

Havranek, T. og M. Rusnak (2013): Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis. *International Journal of Central Banking*, 33.

IMF (2023a): *World Economic Outlook Update*. Januar 2023.

IMF (2023b): *World Economic Outlook*. April 2023.

IMF (2023c): *Global Financial Stability Report*. April 2023.

Michaillat, P. og E. Saez (2019): Optimal Public Expenditure with Inefficient Unemployment. *The Review of Economic Studies*, 86 (3), s. 1301-1331.

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

Michaillat, P. og E. Saez (2022):  $u^* = \sqrt{uv}$ . NBER Working Paper No. 30211.

OECD (2023): *Economic Outlook, Interim Report*, 113. Marts 2023.

