

De Økonomiske Råd 
Formandskabet

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

KAPITEL II

KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Beskæftigelsen har fortsat stigningen de seneste år trods afdæmpet efterspørgsel. Det skyldes formentligt i højere omfang end tidligere vurderet medicinalindustriens fremgang. Medicinalindustrien har dels øget eksporten af udenlandsk producerede varer med begrænset effekt på det danske arbejdsmarked, dels øget produktionen og beskæftigelsen i Danmark.

I de kommende år ventes fornyet fremgang i dansk økonomi med fortsat høj beskæftigelse. Finanspolitikken vurderes at være lempelig med høj vækst i det offentlige forbrug og understøtter dermed beskæftigelsen.

Gunstige konjunkturudsigter og en i udgangspunktet lempelig finanspolitik tilsiger, at en strammere finanspolitik vil være passende.

Trods den mere lempelige finanspolitik vurderes de finanspolitiske målsætninger opfyldt, idet der fortsat er en sikkerhedsmargin til underskudsgrænserne for både den offentlige saldo og den strukturelle saldo.

II.1

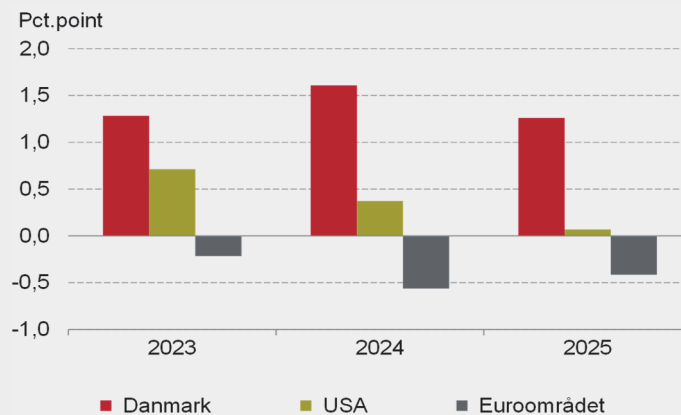
INDLEDNING

Tiltagende
global vækst

Overordnet set har der været afdæmpet global vækst de seneste år, som ventes afløst af mere positive vækstudsigter de kommende år. Der er dog væsentlige forskelle i konjunkturbilledet på tværs af lande. I Europa har væksten de seneste år været svag, og euroområdet vurderes som helhed at være i en mindre lavkonjunktur, jf. figur II.1. I USA og Danmark er væksten omvendt fortsat høj, og begge økonomier vurderes at befinde sig i højkonjunktur med betydeligt kapacitetspres. Samlet set skønnes væksten på de danske eksportmarkeder at tiltage fra 1,1 pct. i 2023 til knap 1½ pct. i 2024 og ca. 2 pct. i 2025, jf. tabel II.1. Den tiltagende vækst på de danske eksportmarkeder kan blandt andet tilskrives lavere energipriser, reallønsfremgang, en forventning om faldende renter, og i nogle tilfælde også ekspansiv finanspolitik. De internationale vækstudsigter diskuteres nærmere i afsnit II.2.

FIGUR II.1 KAPACITETSPRES

Kapacitetspreset, målt som output gap, har været højere i USA og Danmark end i euroområdet, og forventes fortsat at være højere i de kommende år.



Anm.: For USA og euroområdet vises output gap efter IMF's opgørelse. Dansk output gap er egen beregning.

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

TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

Beskæftigelsen i Danmark forventes at forblive på et højt niveau i 2024-25.

	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
BNP (realvækst i pct.)	1,9	2,6	1,5	1,3
Beskæftigelsesgap (pct.)	2,5	2,9	2,4	0,0
Offentlig saldo (pct. af BNP)	3,1	1,3	1,0	-0,1
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	1,0	0,6	-0,1	-0,1
BNP på eksportmarkeder (realvækst i pct.)	1,1	1,4	2,0	1,9

a) Sidste søjle viser niveauet i 2030 for beskæftigelsesgap, offentlig og strukturel saldo. For BNP i Danmark hhv. sammenvejet i aftagerlande vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2025 til 2030.

Anm.: BNP på eksportmarkeder dækker over Danmarks ni væsentligste eksportmarkeder, som i aftagende rækkefølge er: Tyskland, USA, Sverige, Norge, Storbritannien, Holland, Kina, Frankrig og Polen.

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

Økonomisk aktivitet i Danmark delvist drevet af udenlandsk produktion

Den høje vækst i Danmark skyldes ikke mindst en øget eksport af udenlandsk producerede varer, såkaldt merchanting og processing (M&P). M&P vurderes at have bidraget med knap 1½ pct.point til BNP-væksten i 2023, som foreløbigt er opgjort til 1,9 pct. I år ventes bidraget fra M&P at blive omkring 1 pct.point. Betydningen for dansk økonomi af M&P beskrives i afsnit II.3.

Høj beskæftigelse ventes at fortsætte de kommende år i Danmark

Beskæftigelsen er forblevet høj og er endda stigende i flere lande, herunder også i Danmark. Den fortsatte styrke på arbejdsmarkederne har overrasket, og mulige forklaringer herpå diskuteres i en dansk kontekst i afsnit II.3. De kommende år ventes fornyet fremgang i dansk økonomi. Denne vurdering støttes af indikatorer for produktion og efterspørgsel, der tyder på, at aktiviteten igen er tiltagende efter en periode med afdæmpet vækst. Dette understøtter beskæftigelsen, som ventes at forblive høj i 2024-25 og dermed være knap 3 pct. over det skønnede strukturelle niveau i år. Næste år ventes beskæftigelsesgap reduceret til ca. 2½ pct.

Finanspolitikken er lempet siden vurderingen i efteråret

I *Dansk Økonomi, efterår 2023* anbefalede formandskabet en stramning af finanspolitikken for 2024 i forhold til det planlagte. Dette var i lyset af de daværende konjunkturudsigter og givet den forudsatte finans- og pengepolitik. Siden er det besluttet at fremrykke forøgelsen af forsvarsudgifterne, hvilket indebærer en forøgelse af væksten i det offentlige forbrug i 2024 og 2025. Dette er medvirkende til at understøtte en fortsat høj beskæftigelse. De finanspolitiske forudsætninger

beskrives nærmere i afsnit II.4. Ændringerne siden vurderingen i efteråret trækker i retning af, at en strammere finanspolitik vil være passende. Anbefalinger til finanspolitikken diskuteres nærmere i afsnit II.5.

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 vækstudsigterne for de væsentligste danske eksportmarkeder. Der diskuteres i afsnittet også årsager til, at økonomiske prognoser har undervurderet væksten siden 2022, særligt i USA. Afsnittet afsluttes med en diskussion af de væsentligste risikofaktorer, der er knyttet til den internationale økonomiske udvikling. Afsnit II.3 beskriver udviklingen i dansk økonomi med fokus på betydningen af merchanting og processing (M&P) samt udviklingen på arbejdsmarkedet, hvor den fortsatte beskæftigelsesfremgang har overrasket. I afsnit II.4 gives en status for de offentlige finanser, og der præsenteres en opdateret beregning af det finanspolitiske råderum. Kapitlet afsluttes i afsnit II.5 med anbefalinger til finanspolitikken i lyset af konjunkturudsigterne. Kapitlet er suppleret af to baggrundennotater, der indeholder en række supplerende figurer og tabeller samt yderligere dokumentation af fremskrivningen til 2030 af realøkonomien og de offentlige finanser.

II.2

INTERNATIONAL ØKONOMI

Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med en beskrivelse af udviklingen på de væsentligste danske eksportmarkeder med fokus på den aktuelle konjunktursituation og vækstudsigterne. Dernæst beskrives inflationsudviklingen på tværs af euroområdet og USA, samt den indeværende prognoses finansielle forudsætninger. Herefter diskuteres mulige årsager til, at økonomiske prognoser har undervurderet væksten i specielt USA siden 2022. Afsnittet afsluttes med en diskussion af de væsentligste risikofaktorer, der er knyttet til den internationale økonomiske udvikling.

INTERNATIONALE KONJUNKTURUDSIGTER

Lav, men tiltagende global vækst

Den overordnede internationale økonomiske udvikling har de seneste år været præget af genopretning efter coronapandemien og høje energipriser som konsekvens af krigen i Ukraine. I USA og Europa har det resulteret i høj inflation efterfulgt af kraftige pengepolitiske stramninger. Det har bidraget til at reducere den økonomiske aktivitet. Internationale prognoser vurderer bredt, at der er udsigt til fremgang i de kommende år, omend vækstudsigterne varierer på tværs af lande, jf. den nærmere

beskrivelse af USA og euroområdet senere. Samlet set forudsættes en relativt afdæmpet global, økonomisk vækst i 2024, mens væksten i 2025 forventes at tiltage, hvilket blandt andet skal ses i lyset af udsigten til pengepolitiske lempelser, jf. IMF (2024).

Væksten på de danske eksportmarkeder skønnes at blive ca. 1½ pct. i 2024

Den afdæmpede globale vækst påvirkede også de væsentligste danske eksportmarkeder i 2023, hvor den gennemsnitlige vækst var lidt mere end 1 pct., jf. boks II.1.¹ I 2024 og 2025 forventes en fortsat afdæmpet, men tiltagende vækst på ca. 1½ og 2 pct. på de danske eksportmarkeder.

Divergerende vækstudsigter i USA og euroområdet

Den økonomiske aktivitet i USA er steget meget de seneste år, og det vurderes af IMF, at amerikansk BNP er omtrent ½ pct.point over det strukturelle niveau, hvormed der er et kapacitetspres i USA, jf. IMF (2024). Den økonomiske udvikling i USA har været mere gunstig end ventet, blandt andet som følge af den ekspansive finanspolitik samt en række forhold, der har mindsket gennemslaget fra de pengepolitiske stramninger, jf. diskussionen i slutningen af afsnittet. I de kommende år ventes væksten i USA imidlertid at aftage, så økonomien bevæger sig mod en mere konjunkturneutral situation, hvor output gap ventes at lukke frem mod 2025. Modsat har euroområdet allerede været i en periode med normalisering af konjunkturerne, som har været omtrent i tråd med forventningerne de seneste år. Aktuelt skønnes euroområdet samlet set at være i mild lavkonjunktur. Væksten i euroområdet forventes over de kommende år at tiltage fra de lave niveauer i 2023 og 2024 som konsekvens af lavere energipriser, faldende renter og fortsat real-lønsfremgang. Hermed forventes output gap at blive reduceret fra 2024 og frem.

1) De ni væsentligste danske eksportmarkeder, baseret på værdien af eksporten, er i aftagende rækkefølge: Tyskland, USA, Sverige, Norge, Storbritannien, Holland, Kina, Frankrig og Polen.

BOKS II.1 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Prognosen for international økonomi i 2024-25 tager udgangspunkt i den seneste vurdering fra IMF (april 2024), jf. tabel A. Frem mod 2030 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD fra december 2023.

For Danmarks seks primære konkurrentlande skønnes den sammenvæjede lønvækst på baggrund af de seneste Consensus-skøn fra april 2024 at blive lidt mere end 4 pct. og 3 pct. i 2024 og 2025. I 2023 var lønvæksten lidt mere end 5 pct.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på henholdsvis 85 og 80 dollars pr. tønde i 2024 og 2025. Skønnene i 2024-25 er baseret på udviklingen i futures. Herefter tilpasses olieprisen frem mod det reale niveau i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) Stated Policies-scenarie fra november 2023.

ECB forudsættes at nedsætte renten fra sommeren 2024. Rentenedsættelserne forventes at fortsætte i 2025 og 2026 frem mod et langsigtet neutralt niveau. Renteniveauerne i 2030 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2023*, men er baseret på IMF (2023) fremfor OECD's langsigtede fremskrivning, som tidligere har været anvendt. Fremskrivningsmetoden i IMF (2023) vurderes at være mere opdateret med den nyeste udvikling i den akademiske litteratur på området.

TABEL A PROGNOSE FOR UDLANDSVÆKST OG RENTER

	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
Vækstskøn				
Realvækst på eksportmarkeder	1,1	1,4	2,0	1,9
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris	82	85	80	107
	----- Pct. -----			
Renteskøn				
ECB's udlånsrente	3,3	3,8	3,1	2,0
Tysk tiårig statsobligation	2,4	2,4	2,3	2,5
Dansk tiårig statsobligation	2,7	2,5	2,4	2,6
Dansk 30-årig realkreditrente	4,9	4,3	4,3	4,4

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

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

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Arbejdsmarkederne udviser fortsat styrke

Et fællestræk mellem USA og euroområdet er, at arbejdsmarkederne i begge økonomier har vist sig overraskende stærke. Dette kommer blandt andet til udtryk ved, at ledigheden i øjeblikket er lav i et længere perspektiv, som indikerer et kapacitetspres på arbejdsmarkedet, jf. figur II.2. Samtidigt er beskæftigelsen steget i begge økonomier, hvilket blandt andet skal ses i lyset af øget arbejdsrelateret immigration de seneste år, jf. OECD (2023). Der har således været en divergens mellem økonomisk aktivitet og beskæftigelse, der har vist sig særligt tydeligt i euroområdet, hvor produktiviteten de seneste år har udviklet sig svagt. Det kan på den ene side være udtryk for såkaldt *labour hoarding*, hvor virksomheder holder på arbejdskraften på trods af en nedgang i aktiviteten i forventning om en snarlig vending. På den anden side kan den svage produktivitetsudvikling også skyldes en generel forskydning af arbejdskraft mod mindre produktive sektorer, idet efterspørgslen har ændret sig. Dertil kommer, at presset på arbejdsmarkedene var meget højt forud for rentestigningerne, hvormed presset kan være aftaget uden, at det nødvendigvis viser sig i ledighedsstatistikkerne, jf. Götken mfl. (2024).

FIGUR II.2 LEDIGHED

Ledigheden er fortsat lav i både USA og euroområdet.



Anm.: Ledighed er målt som andel af arbejdsstyrken. Seneste observation er marts 2024.

Kilde: Macrobond.

Stram pengepolitik transmitteres fortsat til økonomien

I både euroområdet og USA transmitteres de gennemførte pengepolitiske stramninger fortsat til økonomien, hvilket medvirker til at forklare forventningen om fortsat afdæmpet vækst i euroområdet og aftagende vækst i USA, jf. OECD (2024). I euroområdet kan dette blandt andet ses ved, at kreditvilkårene er blevet strammet betydeligt frem til 2024 og endnu ikke er lempet betydeligt, jf. figur II.3. Strammere kreditvilkår reducerer efterspørgslen efter bankudlån blandt virksomheder og husholdninger. Ydermere forventes strammere kreditvilkår at påvirke udlånsvæksten negativt i fem til seks kvartaler efter opstramningen, jf. ECB (2024a). Eftersom kreditvilkårene er blevet strammet væsentligt i euroområdet, ventes der fortsat tilbagegang i udlånsvæksten i resten af 2024, hvilket bidrager negativt til den økonomiske aktivitet. Derudover er den aktuelle pengepolitiske rente i både euroområdet og USA forholdsvist høj sammenlignet med estimater af den neutrale rente.² Det kan ses som en yderligere indikation på, at det aktuelle renteniveau har en kontraktiv virkning på økonomierne, der alt andet lige må forventes at fortsætte i fravær af rentenedsættelser.

FIGUR II.3 KREDITVILKÅR I EUROOMRÅDET

Kreditvilkårene er blevet strammet betydeligt i løbet af 2022 og 2023.



Anm.: Figuren viser udviklingen i bankernes kreditvilkår. Værdier over 0 indikerer, at respondenterne samlet set forventer strammere kreditvilkår. Seneste observation er andet kvartal 2024.

Kilde: Macrobond, ECB's *Bank Lending Survey*.

2) Den neutrale realrente er defineret som den realrente, der hverken har en ekspansiv eller kontraktiv virkning på økonomien. Denne rente kan ikke observeres, og estimation af den neutrale realrente er forbundet med stor usikkerhed, jf. eksempelvis Federal Reserve Bank of New York (2024).

Tysk industri underdrejet

Den tyske økonomi har været i stagnation igennem 2023 med lav vækst og høj inflation, og tysk økonomi skønnes ligesom euroområdet i gennemsnit at være i en mindre lavkonjunktur, jf. IMF (2024). Der er flere årsager til lavkonjunktoren, hvoraf specielt de høje energipriser i 2023 og den tyske industrisammensætning er vigtige, jf. IMF (2024). Størrelsen på den tyske industri, energiintensiteten og dens relativt store produktion af varige goder betyder blandt andet, at den tyske økonomi er relativt mere rentefølsom end eksempelvis dansk og amerikansk industri, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Vækstudsigterne for Tyskland er afdæmpede i de kommende år, og industrien forventer fortsat tilbagegang, jf. figur II.4. Vækstudsigterne forværres af en række strukturelle udfordringer for den tyske økonomi, som er med til at sænke vækstudsigterne i både de kommende år og på længere sigt jf. Ochsner mfl. (2024). Frem mod 2025 forventes væksten at tiltage i Tyskland ligesom i resten af euroområdet.

FIGUR II.4 INDUSTRIENS PMI

Industriens PMI, *Purchasing Managers Index*, tyder på tilbagegang i euroområdet, herunder Tyskland. Imens er udviklingen vendt i USA.



Anm.: PMI er et mål for indkøbschefernes vurdering af den økonomiske situation. Et indeks over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang). Seneste observation er april 2024.

Kilde: Macrobond.

Svensk recession i 2023, men bedring i 2024

Ligesom den tyske økonomi, har den svenske økonomi også været i stilstand i 2023, hvilket bør ses i lyset af betydelige pengepolitiske stramminger i Sverige. Dette skyldes blandt andet, at over 60 pct. af de svenske husholdningers boliglån har kort rentebinding, hvilket øger rentefølsomheden i økonomien, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Der var omtrent stilstand i svensk økonomi gennem 2023, og Sverige skønnes aktuelt at befinde sig i en lavkonjunktur, jf. IMF (2024). Der er udsigt til fortsat afdæmpet vækst i Sverige i 2024, hvorefter væksten forudsættes at tiltage i 2025, hvilket blandt andet kan ses i lyset af fallende pengepolitiske renter og tiltagende afsætningsmuligheder for svensk eksport. Det er overordnet set i tråd med den globale udvikling.

INFLATION I UDLANDET

Forskelligartet inflationsudvikling i USA og euroområdet

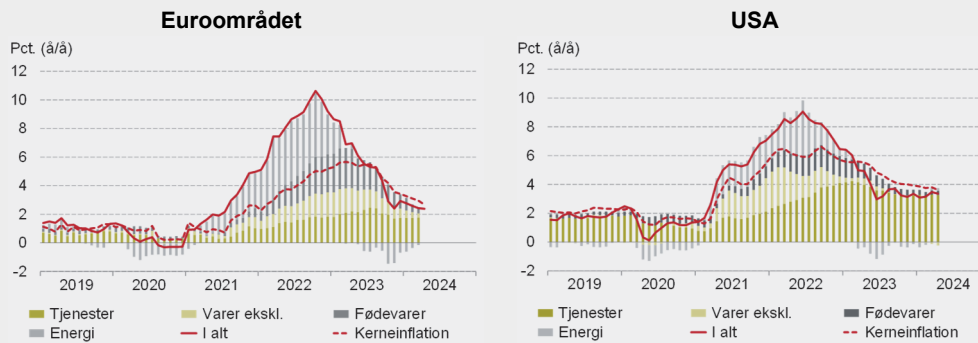
Inflationen er faldet betydeligt i euroområdet og USA, siden den toppede i andet halvår af 2022, og er nu 2,4 og 3,4 pct. i henholdsvis euroområdet og USA, jf. figur II.5. Inflationen faldt mere i euroområdet end i USA, da årsagerne til den høje inflation har været forskelligartede. Størstedelen af euroområdets inflationsstigning i 2022 kom fra et udbudsstød forårsaget af krigen i Ukraine og stigende energipriser. Inflationen i USA var i højere grad drevet af et indenlandsk prispres, som blandt andet skyldes det høje kapacitetspres, jf. IMF (2024). Prispreset i både euroområdet og USA blev samtidigt yderligere forstærket af de afbrudte forsyningskæder og meget høje fragtrater i kølvandet på coronapandemien.

Tiltagende inflation i USA i begyndelsen af året

I de første måneder af 2024 var det underliggende prispres højt og tiltagende i USA. Det viser sig blandt andet ved, at kerneinflationen fortsat er forhøjet, med et aktuelt niveau på omkring 4 pct., jf. figur II.5. Hvis man anskuer prisstigningerne fra måned til måned, steg kerneinflationen ca. 0,4 pct. i hver af de fire første måneder af 2024. Det svarer til en årsstigningstakt på ca. 5 pct., hvilket er væsentligt højere, end hvad der er foreneligt med en årlig inflation på omkring 2 pct. Det indikerer en tiltagende prisudvikling, der er højere end den amerikanske centralbanks målsætning. Det høje underliggende prispres skal ses i lyset af et fortsat betydeligt kapacitetspres, jf. diskussionen tidligere i afsnittet. Til sammenligning steg kerneinflationen gennemsnitligt lidt mindre end 0,3 pct. i euroområdet i de fire første måneder af 2024, hvilket svarer til en årsstigningstakt på lidt mere end 3 pct. Den månedlige prisudvikling i euroområdet er stadig højere end ECB's inflationsmålsætning på 2 pct., men har modsat den amerikanske prisudvikling vist en aftagende tendens.

FIGUR II.5 INFLATION OG KERNEINFLATION

Inflationen er aftaget det seneste år i både euroområdet og USA, men kerneinflationen er højere end den samlede inflation.



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. "Varer ekskl." dækker over varer eksklusiv bidraget fra energi og fødevarer. De to grønne søjler med inflationsbidraget fra tjenester og varer (ekskl. bidraget fra energi og fødevarer), svarer til inflationsbidraget fra kerneinflationen. Seneste observation er april 2024.

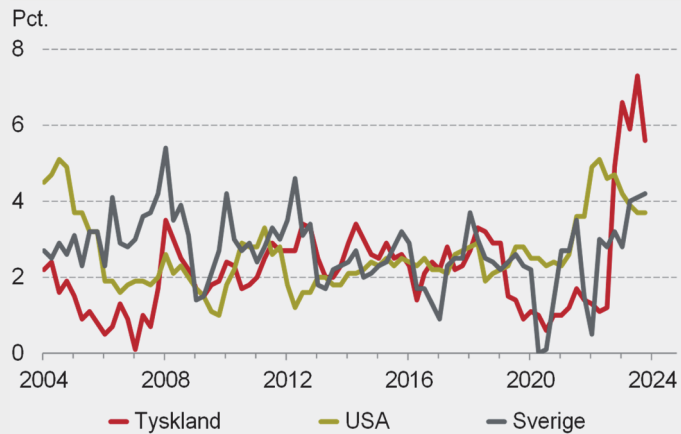
Kilde: Macrobond, Eurostat og egne beregninger.

Høje lønstigninger i udlandet

Lønstigningerne i udlandet har været høje igennem 2023 og er fortsat højere, end de har været de seneste ti år, jf. figur II.6. Lønstigningerne kan dels tilskrives en kompensation for reallønstab, som flere lønmodtagere oplevede som følge af den høje inflation i 2022, dels de stramme arbejdsmarkeder i flere økonomier. Prognoser fra både ECB og Fed forudsætter, at lønstigningerne forbliver høje i en periode, hvilket forventes at få betydning for specielt servicepriserne, hvor lønomkostningerne udgør størstedelen af omkostningerne. Fremadskuende indikatorer for lønpreset viser dog, at toppen af lønstigningerne kan være nået i blandt andet euroområdet, jf. baggrundsnotatet.

FIGUR II.6 LØNSTIGNINGER

Lønstigningerne blandt flere af Danmarks væsentligste samhandelspartnere har de seneste år været højere end set i en årrække.



Anm.: Lønstigninger viser år til år væksten i lønnen hos fremstillingsvirksomheder i forhold til samme kvartal året inden. Seneste observation er fjerde kvartal 2023.

Kilde: DA.

**Virksomheders
profitter forventes
at absorbere en del
af lønvæksten**

Højt lønpres kan øge den samlede inflation, såfremt de højere lønninger overvælttes til forbrugerpriserne. Alternativt kan virksomhederne absorbere (en del af) lønstigningerne i deres indtjening, der i de senere år har været lidt højere end normalt i euroområdet, jf. Hansen mfl. (2023). Af samme årsag antager ECB i økonomiske prognoser for euroområdet, at der vil være en reduktion af virksomhedernes indtjening, jf. ECB (2024b). Hvis denne antagelse viser sig at være forkert, kan inflationen blive højere end forudsat.

RENTEFORUDSÆTNINGER

**Aktuelt ikke
udsigt til flere
pengepolitiske
stramninger**

Siden efteråret har pengepolitikken i både euroområdet og USA været præget af pengepolitiske renter på et højt, men stabilt niveau, jf. figur II.7. Der har samtidigt været en udbredt forventning i de finansielle markeder om, at rentetoppen er nået, og at centralbankerne snart vil nedsætte renterne. Det afspejler, at inflationen på begge sider af Atlanten

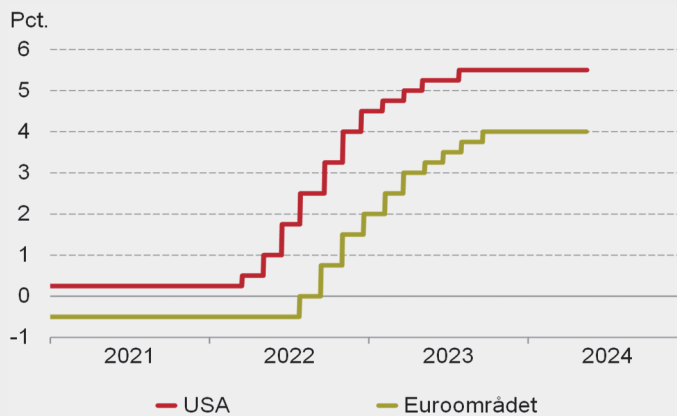
er faldet markant siden toppen i 2022, og har nærmet sig centralbankernes overordnede målsætninger. Centralbankernes beslutning om eventuelle rentenedsættelser afhænger af inflationsudsigterne, herunder særligt det indenlandske prispres, der i særlig grad er drevet af lønudviklingen. Som tidligere nævnt er der fortsat et betydeligt indenlandsk prispres, og det er derfor også usikkert, hvornår og hvor hurtigt centralbankerne nedsætter renterne. Usikkerheden er særlig stor i USA, hvor det underliggende prispres som nævnt har vist sig at være mere vedholdende i de første måneder af 2024 end i euroområdet.

Udsigt til lavere renter i euroområdet

Trods normaliseringen af euroområdets økonomi er det indenlandske prispres i euroområdet fortsat højere end det, der er i overensstemmelse med ECB's målsætning. Det er medvirkende til, at de pengepolitiske renter det seneste halve år er fastholdt på et relativt højt niveau. ECB forventer aktuelt, at inflationen nærmer sig målsætningen på 2 pct. i løbet af de kommende år, jf. ECB (2024b). De aktuelt høje lønstigninger kombineret med den fortsat stærke beskæftigelsessituation i euroområdet og usikkerheden knyttet til løngennemslaget på inflationen taler dog for, at rentenedsættelserne vil ske i et relativt afdæmpet tempo. Prognosen forudsætter, at ECB vil begynde at nedsætte renten i løbet af sommeren 2024 og fortsætte rentenedsættelserne ind i 2025 mod et niveau på 2 pct. på mellemlang sigt, jf. boks II.2.

FIGUR II.7 PENGEPOLITISKE RENTER

De pengepolitiske renter har været konstante siden efteråret 2023.



Anm.: For USA vises den øvre grænse for de pengepolitiske renter. For euroområdet vises ECB's indlånsrente. Seneste observation er 15. maj 2024.

Kilde: Macrobond.

BOKS II.2 UDSIGT TIL LAVERE RENTER?

Det store diskussionsemne på de finansielle markeder er i øjeblikket, hvornår ECB og Fed nedsætter renterne. Selvom det ikke er helt sikkert, at renterne vil falde, er der flere faktorer der får mange økonomer og finansfolk til at forudse en sådan udvikling. For det første er der bred enighed om, at det nuværende renteniveau virker kontraktivt på økonomien, idet den pengepolitiske rente vurderes at være over det neutrale niveau. Renterne holdes i øjeblikket over det neutrale niveau for at dæmpe aktiviteten i økonomien og dermed også inflationen. Såfremt inflationen falder, er der ikke længere samme behov for at holde renten på det høje niveau, og centralbankerne kan i princippet nedsætte renterne til et mere neutralt niveau.

Det neutrale renteniveau er i praksis meget vanskeligt at estimere, og estimerne kan fluktuere relativt meget indenfor korte tidsspænd, jf. f.eks. Federal Reserve Bank of New Yorks (2024) estimer af den neutrale rente for USA og euroområdet. Estimerne er derfor behæftet med en meget stor grad af usikkerhed og kan kun anvendes som en grov indikator for den pengepolitiske rentes effekt på økonomien. Langsigtede analyser af det neutrale renteniveau hviler imidlertid i højere grad på balancen mellem opsparing og investering. Hvis der f.eks. opstår knaphed på opsparede midler i de finansielle markeder, vil renten stige for at skabe ligevægt mellem udbud og efterspørgsel.

Netop balancen mellem opsparing og investering er et andet argument for, at renterne på sigt kan falde igen. Det skyldes, at renterne i en lang periode inden inflationsbølgen i 2021 var faldende på grund af forhold, der kan tilskrives udviklingen i en række lavfrekvente faktorer, herunder højere forventet levealder, større økonomisk ulighed og lavere produktivitet. Disse faktorer bidrager samlet set til at øge mængden af opsparing og reducere investeringerne. Givet at disse fundamentale faktorer ikke har ændret sig betydeligt, vil de forventeligt fortsætte med at udøve et nedadrettet pres på renterne i de kommende år.

Der er imidlertid også en række faktorer, der kan forventes at yde et større opadrettet pres på renterne end tidligere. Det inkluderer blandt andet højere globale statsgælds niveauer, der alt andet lige øger efterspørgslen efter opsparede midler. IMF (2023) estimerer en model for det langsigtede renteniveau, der forsøger at lave en afvejning af de modsatrettede effekter. Studiet konkluderer, at renterne i de fleste vestlige økonomier meget vel kan tænkes at vende tilbage mod de lave niveauer, man oplevede før coronapandemien. Det skyldes blandt andet, at den demografiske udvikling fortsat forventes at udøve et nedadrettet pres på renterne over de kommende år, mens højere statsgælds niveauer trækker i den anden retning. Dette synspunkt bakkes op af Brand mfl. (2024), der ud fra en lignende logik konkluderer, at den langsigtede ligevægtsrente sandsynligvis ikke er steget, da de underliggende faktorer ikke har ændret sig fundamentalt efter coronapandemien.

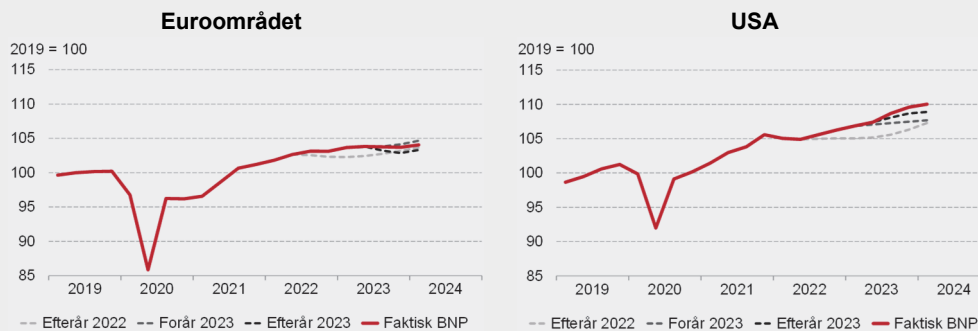
UDVIKLINGEN HAR OVERRASKET POSITIVT SIDEN 2022

Amerikansk vækst har overrasket positivt

Der har været en tendens til at flere økonomiske prognoser, siden rentestigningernes begyndelse i midten af 2022 har undervurderet væksten i USA, jf. figur II.8. Specielt da renterne begyndte at stige i 2022 forventede mange, at der ville komme en periode med lav vækst eller stilstand i økonomien. Væksten i USA udviklede sig dog langt mere positivt og har fortsat med at overraske, jf. eksempelvis *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Fra midten af 2022 forventede mange også, at væksten i euroområdet ville blive afdæmpet de kommende år, hvilket i højere grad har været tilfældet, jf. højre del af figur II.8. Fejlskønnene for USA har både været gældende for produktionen og beskæftigelsen, jf. baggrundsnotatet.

FIGUR II.8 UDVIKLING I BNP-PROGNOSER

Siden centralbankerne begyndte at forhøje renterne i midten af 2022, har vækstudviklingen overrasket positivt i USA. Prognoser er dog løbende blevet revurderet og forbedret.



Anm.: Figurene viser udviklingen i BNP for USA og euroområdet, samt hvordan tidligere internationale prognoser, der lå til grund for daværende prognoser af dansk økonomi, forventede, at udviklingen ville være fra daværende tidspunkt. Figuren tager ikke højde for revisioner af BNP, men en lignende figur med revisioner kan ses i baggrundsnotatet. Seneste observation er første kvartal 2024.

Kilde: Macrobond, OECD, EU-Kommissionen og egne beregninger.

Ekstraordinære begivenheder i 2022 påvirkede udsigterne

Der er flere årsager til, at prognoserne i efteråret 2022 forventede en periode med økonomisk stilstand. Ikke mindst var året præget af en række ekstraordinære begivenheder, som øgede usikkerheden ved de økonomiske prognoser, herunder Ruslands invasion af Ukraine, der bidrog til stigende energipriser. I 2022 var forsyningskæderne desuden pressede globalt, hvorfor fragtraterne var høje. Blandt andet på grund af dette accelererede prisstigningerne til niveauer ikke set i fire årtier.

Flere faktorer blev normaliseret

Det initiale stød fra flere af de ekstraordinære begivenheder aftog dog hurtigere end antaget i 2022. Specielt energipriserne faldt hurtigere og mere markant, end de fleste forventede. Fragtpriserne blev også hurtigere normaliseret. Dette kan forklare en del af fejlskønnene i prognoserne, men det kan ikke isoleret set forklare de relativt større fejlskøn for USA.

Privat forbrug har drevet væksten i USA

Siden 2022 har det private forbrug været den største bidragsyder til amerikansk vækst, og en stor del af den positive overraskelse skal findes heri. Økonomiske prognoser indebærer en væsentligt mere afdæmpet udvikling i det private forbrug, efter renterne begyndte at stige i 2022, men udviklingen tyder på, at det forventede rentegennemslag har været mindre end antaget. Dette kan skyldes, at der blandt de amerikanske husholdninger er sket et strukturelt skift i retningen af flere fastforrentede lån, som, alt andet lige, har reduceret rentefølsomheden blandt husholdningerne, jf. IMF (2024). Foruden det strukturelle skift mod større udbredelse af fastforrentede lån i USA, er de amerikanske husholdningers bruttoopsparing steget betydeligt efter coronapandemien, jf. Barbieri og Patki (2023). Husholdningerne kunne dermed trække på disse opsparinger for at imødekomme prisstigninger og renteforhøjelser uden at reducere deres forbrug.

Ekspansiv finanspolitik i USA

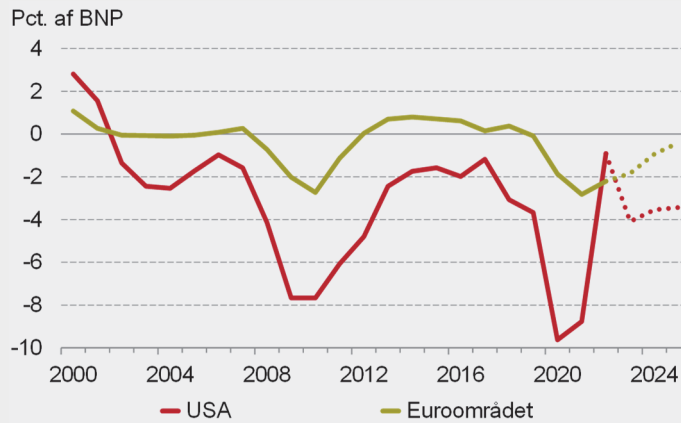
Som en yderligere stimulans til økonomien har den amerikanske regering ført en ekspansiv finanspolitik de seneste år, jf. figur II.9. Den ekspansive finanspolitik under coronapandemien i 2020 og 2021 var blandt andet medvirkende til, at de amerikanske husholdninger opbyggede betydelige opsparinger. Effekterne af den allerede førte finanspolitik har stadig betydning for den amerikanske vækst.

Usikkerhed om den neutrale rente i USA

Prognoserne kan også have undervurderet det neutrale renteniveau. Den pengepolitiske rente har en kontraktiv virkning på økonomien når den er højere end det neutrale niveau. Eftersom den neutrale rente ikke kan observeres direkte, er der stor usikkerhed om, i hvor høj grad den pengepolitiske rente er kontraktiv. Det diskuteres blandt andet om den neutrale rente i USA kan være højere end forudsat som følge af væksten i den amerikanske statsgæld. Det kan potentielt medvirke til at forskyde forholdet mellem opsparing og investering – og dermed den neutrale rente, jf. boks II.2. Rentegennemslaget kan derfor også have været undervurderet, hvis den neutrale rente har været højere end antaget.

FIGUR II.9 STRUKTUREL SALDO

Finanspolitikken var væsentligt mere ekspansiv i USA end i euroområdet under coronapandemien.



Anm.: Figuren viser den strukturelle offentlige saldo i pct. af BNP efter OECD's opgørelse. Den prikkede linje angiver OECD's prognose frem til 2025.

Kilde: OECD, Economic Outlook 115.

RISIKOSCENARIER

Et mere balanceret risikobillede for global økonomi

I de seneste år har risikobilledet for den globale økonomi i høj grad afspejlet den geopolitiske udvikling samt usikkerheden relateret til inflationsudviklingen. Risikobilledet er fortsat stærkt præget af geopolitik, mens inflationsrisikoen delvist er aftaget, efterhånden som prisudviklingen i euroområdet og USA er blevet mere stabil. ECB og Fed har derfor holdt renterne i ro siden efteråret 2023, hvormed usikkerheden om størrelsen af rentegennemslaget til realøkonomien er aftagende, efterhånden som transmissionen i stigende grad kan observeres. Samtidigt har den forhøjede risiko for energimangel i Europa over vinteren ikke materialiseret sig, da de europæiske lande i bred udstrækning har fundet alternativer til den russiske gas. Det giver samlet set et mere balanceret risikobillede over de kommende år.

Fortsat højt niveau af geopolitisk risiko

Den fortsatte krig i Ukraine samt risikoen for eskalering af konflikterne i Mellemøsten medfører samlet set en betydelig geopolitisk risiko. Yderligere eskalering af konflikterne kan medføre fornyede prisstigninger på blandt andet olie, containerfragt og uforarbejdede fødevarer. Det indebærer en risiko for et højere udefrakommende prispres i de vestlige økonomier, der kan mindske sandsynligheden for snarlige nedsættelser af centralbankernes pengepolitiske renter. Højere renter og råvarepriser har en afdæmpende effekt på den økonomiske aktivitet, hvilket potentielt kan medføre lavere global vækst over de kommende år end forudsat i indeværende vurdering.

Risiko for øget geoøkonomisk fragmentering

Siden Ruslands invasion af Ukraine har der været en tendens til, at international varehandel er faldet mere mellem lande i forskellige politiske blokke end mellem lande i samme politiske blok, jf. Gopinath mfl. (2024). Det er et billede på den tiltagende geoøkonomiske fragmentering. Denne udvikling er kun blevet forstærket af stormagtsrivaliseringen mellem USA og Kina, der har svækket varehandlen mellem de to lande som følge af højere toldsatser og handelshindringer på strategiske varegrupper. Dertil kommer overvejelser i EU om at forhøje toldsatsen på kinesisk fremstillede elbiler, hvilket potentielt kan give anledning til gengældelse fra kinesisk side. Hvis den geoøkonomiske fragmentering på den måde spredt sig yderligere, kan det resultere i mindre international handel og investering. Det kan på mellemlang sigt dæmpe den globale økonomiske aktivitet, da det reducerer potentialet for produktivetsforbedringer gennem blandt andet international konkurrence, vidensdeling og stordriftsfordele ved specialisering, jf. *Produktivitet, 2022*.

Højt kapacitetspres i USA øger risiko for ny inflationsbølge

Kapacitetspresset i USA er fortsat meget højt, jf. tidligere i afsnittet. Det øger risikoen for, at det underliggende prispres i USA stiger yderligere. Et højt kapacitetspres i økonomien medfører normalt prisstigninger på varer såvel som arbejdskraft, da det kan føre til flaskehalse i produktionen eller mangel på arbejdskraft. Nyere forskning indikerer, at sammenhængen mellem kapacitetspres og inflation under den seneste inflationsepisode har været ikke-lineær i USA, jf. blandt andet Benigno og Eggertsson (2024) og Gitti (2023). Det betyder, at effekten af kapacitetspres på inflationen er væsentligt større, når kapacitetspresset er højt, hvormed risikoen er større for, at det underliggende prispres i USA udvikler sig stærkere end ventet.³

3) Det er usikkert, hvornår økonomien præcist rammer niveauet for ikke-lineariteten mellem kapacitetsudnyttelse og inflation. Nyere forskning for USA indikerer, at dette punkt kan være, når antallet af ledige stillinger er lig med antallet af ledige, jf. Michailat og Saez (2022), Benigno og Eggertsson (2023) og Michailat og Saez (2024), hvor USA aktuelt er over dette niveau.

Konsekvenser for euroområdet af højere prispres i USA er ikke entydige

Det kan være vanskeligt at vurdere konsekvenserne for euroområdet af et højere prispres i USA. Et højere end ventet prispres i USA trækker alt andet lige i retning af en udskydelse af de amerikanske pengepolitiske rentenedsættelser. Spændet mellem de pengepolitiske renter i USA og euroområdet kan dermed potentielt blive øget mere end ventet, hvis ECB samtidigt nedsætter renten i euroområdet. Det indebærer en række modsatrettede konsekvenser for vækst- og inflationsudsigterne i euroområdet gennem valutakursudviklingen og rentedannelsen på de internationale finansielle markeder. På den ene side kan et forøget rentespænd mellem USA og euroområdet betyde, at euroen svækkes over for dollaren, hvormed europæiske eksportpriser falder, mens importpriserne stiger. Det kan stimulere væksten i den europæiske økonomi gennem øget eksportomsætning, hvilket dog i tillæg til de højere importpriser kan virke inflationært. På den anden side kan højere pengepolitiske renter i USA øge renteniveauet i euroområdet på lån med længere rentebinding, hvilket isoleret set har en afdæmpende effekt på den økonomiske aktivitet og dermed inflationen.⁴

Inflationen kan også falde mere end ventet

Der er også flere mulige scenarier, der kan reducere inflationen i de vestlige økonomier mere end ventet. I Kina er den forventede økonomiske vækst i øjeblikket forholdsvis lav sammenlignet med årene før coronapandemien. Boligmarkedet, der længe har drevet en betydelig del af væksten i Kina, har mistet momentum, og der er i øjeblikket deflation på kinesiske varer. Det er således et reelt risikoscenarie, at Kinas vækst bliver lavere end forudsat, og at deflationen forværres. Det kan potentielt medføre lavere importpriser i Europa og USA samt reducere den globale efterspørgsel efter olie og andre essentielle råvarer. IMF (2024a) vurderer, at tiltagende deflation i Kina i 2024 og 2025 potentielt kan trække inflationen i de vestlige økonomier ned med omkring 0,2 pct. point om året.⁵ Deflationsscenariet for Kina vil ifølge IMF reducere den økonomiske vækst i Kina, mens den direkte effekt på BNP-væksten i de vestlige økonomier vurderes at være begrænset. Det skyldes blandt andet, at deflationen i Kina bidrager til at dæmpe prispresset i resten af verdensøkonomien, hvormed ECB og Fed kan nedsætte renterne mere end forudsat.

4) ECB's pengepolitiske rente har stor betydning for renten på lån med kort rentebinding i euroområdet, mens rentedannelsen på lån med lang rentebinding i højere grad foregår på de internationale finansielle markeder.

5) IMF (2024) antager blandt andet, at inflationen i Kina er 1 pct. point lavere i 2024 og 2 pct. point lavere i 2025 sammenlignet med deres basisscenarie for global økonomi.

Højere statsgæld og pres på offentlige finanser

Statsgælden steg i mange lande voldsomt i det første år af coronapandemien og er på globalt plan fortsat højere end før pandemien. Denne udvikling er særligt drevet af finanspolitikken i USA og Kina, der har været meget ekspansiv siden pandemiens udbrud. USA og Kina forventes fortsat at inkasere store underskud på de offentlige finanser i de kommende år, mens der forventes en gradvis normalisering af finanspolitikken i euroområdet som helhed, jf. IMF(2024b). Der er imidlertid tiltagende pres på de offentlige finanser i mange lande, blandt andet som følge af stigende investeringer i grøn omstilling og forsvar. Dertil kommer øgede udgifter relateret til højere rentebetalinger, en aldrende befolkning og øget anvendelse af industripolitiske tiltag. Det øger samlet set risikoen for, at underskuddene på de offentlige finanser øges mere end ventet over de kommende år. På den korte bane kan de større offentlige underskud virke stimulerende på global økonomisk vækst, hvormed den økonomiske udvikling kan vise sig stærkere end ventet. På lidt længere sigt kan der imidlertid være risiko for, at udviklingen kan resultere i uensigtsmæssigt hårde finanspolitiske stramninger, hvis udviklingen viser sig uholdbar.

II.3

AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

Indhold i afsnittet

I dette afsnit beskrives den aktuelle konjunktursituation i dansk økonomi, og udsigterne for de kommende år diskuteres. Afsnittet indledes med en beskrivelse af udviklingen i danske virksomheders salg af varer, som produceres og videresælges i udlandet (såkaldt merchanting og processing, M&P), idet disse aktiviteter har haft stor betydning for udviklingen i dansk økonomi de seneste år og også forventes at have det i 2024-25. Herefter beskrives det, at indikatorer for efterspørgslen aktuelt peger på fremgang i dansk økonomi. Dernæst gives en status for boligpris- og inflationsudviklingen. Både boligpriser og inflationen viser tegn på normalisering efter en periode med betydelige prisstigninger. Efterfølgende beskrives den fortsatte fremgang på arbejdsmarkedet, herunder at beskæftigelsesstigningen har fortsat med at overraske, og at der er udsigt til et fortsat højt beskæftigelsesniveau i 2024-25. Overskuddet på betalingsbalancen har været betydeligt de senere år og overstiger klart EU's vejledende grænseværdi. Afsnittet afsluttes derfor med en beskrivelse af udviklingen på betalingsbalancen, fordelt på henholdsvis økonomiens sektorer og forskellige typer af varer og tjenester.

Hovedrevision af nationalregnskabet i juni 2024

Beskrivelsen af den aktuelle og forventede konjunktursituation bygger på en række indikatorer samt nationalregnskabsdata til og med fjerde kvartal 2023, offentliggjort d. 27. marts 2024. Nationalregnskabstallene kan imidlertid blive væsentligt ændret til sommer som følge af den kommende hovedrevision, jf. faktaboks.

HOVEDREVISION I JUNI 2024

I juni offentliggør Danmarks Statistik hovedreviderede tal for nationalregnskabet. De to seneste hovedrevisioner var i 2014 og 2016, jf. Danmarks Statistik (2024b).

Udover indarbejdelse af egentlige manual- og klassifikationsændringer vil der i forbindelse med hovedrevisionen også være fokus på eftersyn af udviklingen de seneste år, hvor bl.a. coronanedlukninger, betydelige ændringer i de relative priser samt stigende andel af aktivitet som følge af varer, der ikke krydser den danske grænse, har udfordret de sædvanlige metoder til opgørelse af nationalregnskab.

Det må derfor forventes, at der kan være betydelige revisioner til sommer i datagrundlaget for prognosen, hvilket understreger, at opgørelsen af BNP samt prognoseskøn aktuelt er forbundet med ekstraordinær usikkerhed.

BETYDELIGT BIDRAG TIL EKSPORT OG BNP FRA M&P

Høj BNP-vækst de seneste år med stort M&P-bidrag

I mange lande er aktiviteten de seneste år afdæmpet betydeligt i takt med, at effekterne af høj inflation og høje renter er slået igennem på aktiviteten, jf. afsnit II.2. Det har ikke i samme udstrækning været tilfældet i Danmark, hvor BNP-væksten har været relativt høj de seneste år. En del af dette kan tilskrives et større end ventet bidrag fra såkaldt merchanting og processing (M&P), som særligt foregår i store, multinationale virksomheder, og hvor danskejede varer eksporteres fra et udenlandsk land til et andet, uden at varerne krydser den danske grænse, jf. *Produktivitet, 2024* og faktaboks.

M&P har ydet stort bidrag til eksport og BNP, ...

M&P-aktiviteterne er steget markant de seneste år og udgjorde i 2023 ca. 20 pct. af den samlede vareeksport og ca. 10 pct. af den samlede værdiskabelse i de private byerhverv. Den markante stigning i M&P-aktiviteterne har øget den samlede eksportvækst og vurderes at have bidraget med knap 1½ pct.point til BNP-væksten i 2023, som foreløbigt er opgjort til 1,9 pct.

... men ikke til pres på arbejdsmarkedet

Udviklingen i M&P-aktiviteterne kan have stor betydning for, hvor meget eksporten og BNP stiger i de enkelte år, men påvirkningen af den hjemlige konjunktursituation er mindre. Det gælder ikke mindst vurderingen af presset på arbejdsmarkedet i Danmark. Det skyldes, at M&P-aktiviteterne i høj grad beror på immateriel kapital og kun i begrænset omfang på fysiske danske produktionsressourcer, jf. *Produktivitet, 2024*.⁶ En stigning i BNP som følge af et betydeligt M&P-bidrag vil derfor ikke være et udtryk for et øget kapacitetspres i dansk økonomi på samme vis som høj BNP-vækst som følge af øget produktion, der fysisk foregår i Danmark. Det er på den baggrund væsentligt at opgøre bidraget fra M&P-aktiviteterne til den samlede vækst.

MERCHANTING OG PROCESSING (M&P)

Merchanting er en dansk virksomheds køb og videresalg af varer i udlandet, uden at varerne krydser den danske grænse. Den danske virksomhed ejer de færdige varer, men ikke de råvarer, der indgår i produktionen.

Processing er, når en dansk virksomhed får forarbejdet råvarer i udlandet og videresælger de færdige varer herfra. I dette tilfælde ejer den danske virksomhed både råvarerne og de færdige varer.

M&P er nærmere behandlet i *Produktivitet, 2024*.

M&P-fremgang ventes at fortsætte i 2024-25

M&P-aktiviteterne ventes i 2024-25 fortsat at yde et betydeligt bidrag til eksport og BNP. Det er forudsat, at M&P-eksporten (nominelt) stiger knap 25 pct. i 2024, mens væksten i 2025 forudsættes at blive lidt mere afdæmpet med en vækst på knap 15 pct. Disse forudsætninger bygger blandt andet på salgsforventningerne til Novo Nordisk, hvilket er valgt som indikator, idet der de seneste år har været en betydelig sammenhæng mellem stigningen i processingeeksporten og medicinalindustrien, jf. baggrundsnotatet. Herefter er det lagt til grund for prognosen, at væksten i M&P-aktiviteterne afbøjer til at udgøre en konstant andel af BVT i de private byerhverv på knap 11 pct., jf. baggrundsnotatet. Det er en beregningsteknisk forudsætning, der er mere konservativ end eksempelvis analytikers forventninger på længere sigt til væksten i Novo Nordisk, jf. baggrundsnotatet. I forhold til forudsætningerne i

6) Dansk arbejdskraft bidrager til M&P-aktiviteterne i form af f.eks. rådgivning, administration, regnskab og markedsføring, men det vil ofte være i begrænset omfang. Herudover vil en del af arbejdskraftindsatsen være tidsmæssigt forskudt fra den opgjorte værditilvækst, eksempelvis som følge af en betydelig forudgående forsknings- og udviklingsindsats, jf. også *Produktivitet, 2024*.

Dansk Økonomi, efterår 2023 er M&P-andelen af BVT i de private byerhverv opjusteret med knap 3 pct.point.

**Usikkerhed
forbundet med
M&P-skøn**

Analyser i *Produktivitet, 2024* peger på, at M&P-aktiviteterne er koncentreret i relativt få virksomheder. Afhængigheden af udviklingen i relativt få virksomheder indebærer, at forudsætningerne vedrørende M&P-aktiviteterne er forbundet med usikkerhed. Såfremt væksten i M&P-aktiviteterne viser sig højere end lagt til grund for nærværende prognose, vil det alt andet lige medføre højere samlet eksport- og BNP-vækst end ventet i prognosen. Det vil dog forventeligt ikke medføre et tilsvarende større pres på det danske arbejdsmarked og dermed heller ikke føre til en markant ændret vurdering af den underliggende konjunktursituation i Danmark.

UDSIGT TIL FREMGANG I 2024-25

Som beskrevet i indledningen til afsnittet er det nationalregnskabsmæssige grundlag for prognosen aktuelt behæftet med større usikkerhed end vanligt. Det indebærer, at de konkrete vækstsøn i tabel II.2 er behæftet med større usikkerhed end vanligt, hvorfor beskrivelsen af konjunkturudsigterne fokuserer på den kvalitative fremfor den kvantitative udvikling. Centrale forudsætninger bag prognosen er beskrevet i boks II.3.

**Fremgang i eksport,
også ekskl. M&P ...**

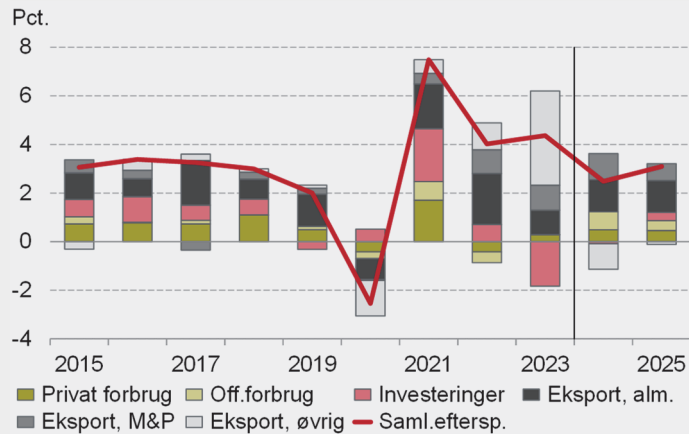
Eksporten steg markant i 2023 og har ydet et betydeligt bidrag til samlet efterspørgselsvækst de seneste år, jf. de grå søjler i figur II.10. Udover nogle særlige forhold knyttet til eksporten af søfart og energi, er en væsentlig forklaring bag dette høj vækst i M&P-eksporten, jf. diskussionen ovenfor. Vareeksporten ekskl. M&P har dog også været i fremgang, jf. venstre del af figur II.11, og fremgangen i den almindelige vare- og tjenesteeksport har været lidt højere, end væksten i udlandet normalt ville tilsige. En del af dette kan formentlig tilskrives høj vækst i medicinalindustrien de seneste år, hvoraf en del er M&P-eksport, mens en anden del har øget den traditionelle danske eksport.

**... ventes at
fortsætte**

De kommende år ventes den almindelige vare- og tjenesteeksport at få gavn af udsigten til fremgang på de danske eksportmarkeder, jf. afsnit II.2, og høj forventet medicinaleksport bidrager desuden. Herudover er der som beskrevet udsigt til fortsat fremgang i M&P-eksporten. Eksporten ventes på denne baggrund at give et betydeligt vækstbidrag i 2024-25.

FIGUR II.10 BIDRAG TIL EFTERSPØRGSELSVÆKST

Eksperten trak en betydelig del af efterspørgselsvæksten i 2022-23 og forventes også at yde et væsentligt bidrag i 2024.



Anm.: Figuren viser bidrag til væksten i den samlede efterspørgsel. Søjlerne med vækstbidraget fra investeringer (lyserød) dækker over bolig-, private erhvervs- og offentlige investeringer samt lagerinvesteringer, hvor sidstnævnte ifølge de foreløbige nationalregnskabstal bidrager med 1,2 pct.point i 2021 og -1,2 pct.point i 2023, hvilket er historisk set meget store bidrag. Søjlerne med vækstbidrag fra øvrig eksport (lysegrå) dækker over turisme, søfart og energi. I 2023 var der markante stigninger i såvel søfartseksport og energieksport, hvor sidstnævnte skal ses i lyset af åbning af Baltic Pipe gasledningen mellem Norge og Polen via Danmark, jf. baggrundsnotat.

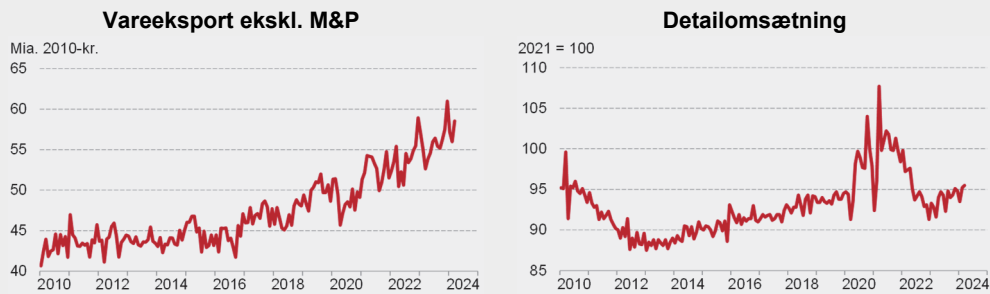
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og ADAM's databank samt egne beregninger.

Svag indenlandsk efterspørgsel i fornyet fremgang

Den indenlandske efterspørgsel har som forventet udviklet sig mere svagt end eksporten med omtrent stilstand i både forbrug og erhvervsinvesteringer gennem store dele af 2022 og 2023. Det skal ses i lyset af markante reallønsmæssige fald, rentestigninger og høj usikkerhed de seneste år. En række forbrugsindikatorer tyder dog på fornyet fremgang. Forbrugertilliden er forbedret betydeligt igennem 2023 og i 2024, og Danske Banks forbrugsmonitor og detailomsætningen peger begge på fremgang gennem det seneste år, jf. højre del af figur II.11.

FIGUR II.11 EFTERSPØRGSEL

Vareeksporten ekskl. M&P er steget de seneste år. Den private indenlandske efterspørgsel, herunder detailomsætningen, har udviklet sig svagere, men viser tegn på fornyet fremgang.



Anm.: Seneste observation er marts 2024. Begge serier er vist realt.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Udsigt til fremgang i indenlandsk efterspørgsel i 2024-25

Den indenlandske efterspørgsel ventes samlet at bidrage positivt til væksten i 2024-25, jf. figur II.10. Opsparingstilbøjeligheden i husholdningerne har været høj de seneste år, og herudover understøttes forbruget af forventede reallønsstigninger, faldende (korte) renter og boligprisfremgang. Disse faktorer ventes også at bidrage til øget vækst i boliginvesteringerne, jf. senere i afsnittet. De lavere renter kombineret med forbedrede afsætningsmuligheder i udlandet ventes herudover at bidrage til stigende erhvervsinvesteringer de kommende år. Dertil kommer et løft i energiinfrastrukturinvesteringer de kommende år. Den indenlandske efterspørgsel understøttes desuden af et betydeligt ekspansivt bidrag fra den offentlige efterspørgsel i 2024-25, jf. beskrivelsen i afsnit II.4.

BOKS II.3 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renterne og finanspolitikken. Prognosen bygger på en række indikatorer samt nationalregnskabsdata til og med fjerde kvartal 2023 offentliggjort d. 27. marts 2024. Nationalregnskabstallene kan imidlertid blive væsentligt ændret til sommer som følge af den kommende hovedrevision, jf. faktaboks. Prognosen er udarbejdet ved brug af De Økonomiske Råds sekretariats model SMEC, jf. Grinderslev og Smidt (2023).

Udland og finansielle forhold

Det lægges til grund for prognosen, at den sammenvejede BNP-vækst i de primære danske aftagerlande bliver knap 1½ pct. i 2024 og ca. 2 pct. i 2025. Desuden forudsættes, at den sammenvejede lønvækst blandt Danmarks konkurrentlande bliver ca. 4 pct. i 2024 og lidt over 3 pct. i 2025. Det forudsættes, at ECB begynder at nedsætte den pengepolitiske rente i sommerhalvåret 2024 og langsomt nedsætter renten mod 2 pct. i 2030. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i april 2024. Olieprisen forudsættes at have et årsniveau på ca. 85 dollar pr. tønde i 2024 og ca. 80 dollar pr. tønde i 2025. Forudsætningerne om international økonomi er nærmere beskrevet i afsnit II.2.

Offentlige finanser

Prognosen lægger den vedtagne politik til grund, herunder udgiftslofter for 2024-27. For de offentlige finanser efter 2027 følges et beregningsteknisk forløb, hvor det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb. I forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2023* bidrager særligt aftalen om øgede forsvarsudgifter til det offentlige forbrug. Finanspolitikken skønnes at bidrage med knap ¾ henholdsvis ca. ½ pct.point til væksten i 2024-25. Forudsætningerne for fremskrivningen af de offentlige finanser er nærmere beskrevet i afsnit II.4.

Strukturelle niveauer

Fremskrivningen frem mod 2030 bygger på en forudsætning om, at dansk økonomi gradvist tilpasser sig det strukturelle aktivitetsniveau, som hovedsageligt er bestemt af strukturel beskæftigelse og strukturel produktivitet. Siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* er den strukturelle timebeskæftigelse opjusteret med lidt over 1 pct. Hovedparten (knap 30.000 fuldtidspersoner) skyldes opjustering af strukturel beskæftigelse i 2023, jf. boks II.6. For årene efter 2023 fremskrives den strukturelle arbejdsstyrke med udviklingen i DREAM's socioøkonomiske fremskrivning, som også lå til grund for fremskrivningen i *Dansk Økonomi, efterår 2023*.^{a)} Dertil kommer en antaget reformeffekt fra Universitetsreform, SU-reform og Skattereform 2023 på 14.000 fuldtidspersoner, hvoraf lidt over halvdelen forudsættes at være en timeeffekt og resten en deltagelseeffekt. Fremskrivningen af strukturel produktivitet bygger på de historiske tendenser i totalfaktorproduktivitet og KL-forhold. Niveauet for den strukturelle timeproduktivitet i private byerhverv er nedjusteret med 3 pct. i 2023 som følge af udviklingen i de foreløbige nationalregnskabstal, jf. baggrundsnotat.

- 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.

TABEL II.2 HOVEDTAL I PROGNOSEN

Der er udsigt til fortsat høj beskæftigelse de kommende år, da efterspørgslen ventes at tiltage.

	2023	2023	2024	2025	2030 ^{a)}
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	1.275	1,0	1,7	1,6	3,5
Offentligt forbrug	631	0,0	5,2	2,7	0,8
Offentlige investeringer	90	-0,5	4,3	2,0	2,8
Boliginvesteringer	141	-10,2	1,0	2,0	3,0
Erhvervsinvesteringer	375	-4,0	-3,7	3,0	2,6
Lagerændringer	7	-1,8	0,2	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.518	-2,8	2,0	2,1	2,6
Eksport	1.922	13,4	3,1	4,4	2,3
Import	1.655	8,6	2,2	6,0	4,4
Bruttonationalprodukt	2.785	1,9	2,6	1,5	1,3
BVT i private byerhverv ekskl. M&P	1.534	-1,9	2,0	0,9	1,2
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.	-----	
Strukturel arbejdsstyrke	3.136	33	4	1	4
Arbejdsstyrke	3.186	61	24	-9	-8
Beskæftigelse	3.113	54	18	-14	-10
		-----	1.000 pers.	-----	
Bruttoledighed		84	91	99	119
		-----	Pct.	-----	
Beskæftigelsesgap		2,5	2,9	2,4	0,0
Forbrugerpriser		3,1	2,0	1,9	2,0
Timelønsomkostninger		3,8	5,7	4,6	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse		-1,3	2,8	2,7	4,6
Timeproduktivitet, priv. byerhv. ekskl. M&P		-2,5	1,0	1,8	1,8
30-årig dansk realkreditrente		4,9	4,3	4,3	4,4
		-----	Pct. af BNP	-----	
Betalingsbalancen		10,9	14,1	14,1	10,1

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

Anm.: Hovedtallene i tabellen hviler på nationalregnskabet fra 27. marts 2024. Tallene revideres ved hovedrevisionen i juni 2024, hvilket indebærer ekstraordinær usikkerhed på tallene i tabellen. Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse i pct. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. Lagerinvesteringer angiver vækstbidraget til BNP. Renten er angivet som årgennemsnit.

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

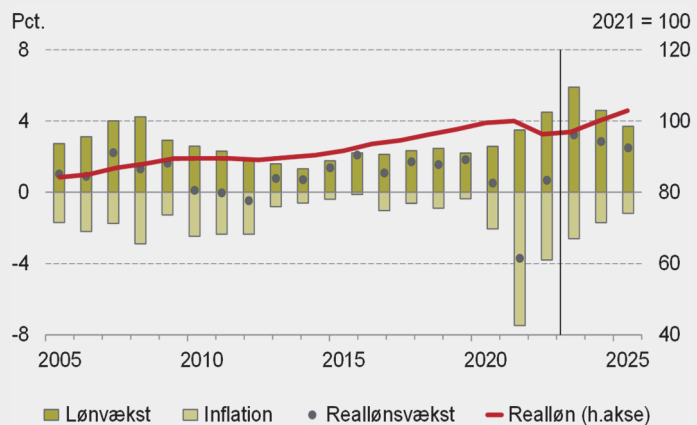
UDVIKLINGEN I INFLATION OG BOLIGPRISER

Inflationen faldt hurtigere end ventet i efteråret

Inflationen viser tegn på normalisering, og forbrugerpriserne steg samlet 3,3 pct. i 2023.⁷ Det er ca. ½ pct.point lavere end forventet i *Dansk Økonomi, efterår 2023*, hvilket hovedsageligt skyldes et lavere end ventet indenlandsk prispres. Dette afspejles også i, at selvom de realiserede lønstigninger i 2023 var relativt høje i en historisk kontekst, var de mindre end forventet på baggrund af de private overenskomster, jf. baggrundsnotatet.

FIGUR II.12 REALLØN

Reallønnen ventes at stige betydeligt i 2024-25, og reallønstabt fra 2022 ventes at blive indhentet i 2025.



Anm.: Lønstigningerne er opgjort ved timelønsomkostningerne i industrien, mens inflationen er nationalregnskabs forbrugsdeflator.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank.

7) Opgjort ved forbrugerprisindekset. Stigningen i forbrugsdeflatoren vist i tabel II.2 var lidt lavere.

Udsigt til inflation omkring 2 pct.

I år og næste år forventes forbrugerpriserne at stige ca. 2 pct. Inflationen holdes oppe af et forventet fortsat højt indenlandsk prispres som følge af relativt høje lønstigninger på ca. 5¾ pct. i 2024 og ca. 4½ pct. i 2025. Gennemslaget fra lønstigningerne til forbrugerpriserne er dog forbundet med usikkerhed, jf. boks II.4. Samlet indebærer den forventede udvikling betydelige reallønsstigninger i 2024-25, og reallønstabt fra 2022 indhentes i 2025. Det bidrager som nævnt til at understøtte den private efterspørgsel de kommende år. Energipriserne forventes i 2024-25 at falde svagt og dermed bidrage til at holde de årlige prisstigningstakter nede. Den forventede inflationsudvikling i Danmark er på linje med forventningerne for euroområdet, hvor inflationen ligeledes skønnes at aftage til omkring 2 pct. i 2024-25, jf. eksempelvis ECB (2024b) og IMF (2024).⁸

BOKS II.4 USIKKERHED OM LØNGENNEMSLAG TIL FORBRUGERPRISER

Der er i øjeblikket særlig stor usikkerhed om lønstigningernes gennemslag til forbrugerpriserne. Det skyldes, at virksomhederne ikke nødvendigvis overfører stigende lønomkostninger fuldt til salgspriserne, men potentielt kan absorbere en større eller mindre andel af de stigende lønomkostninger i indtjeningen. Inflationen forventes de kommende år i høj grad at være drevet af lønstigninger, og forventningerne til den samlede inflationsudvikling er derfor baseret på en forventning til virksomhedernes absorbering af de højere lønomkostninger. Skøn for dette er forbundet med usikkerhed.

I indeværende prognose lægges det til grund, at virksomhederne har begrænset rum til at absorbere øgede lønomkostninger i deres indtjening, jf. Nationalbanken (2024). De forventede lønstigninger resulterer derfor i et relativt højt indenlandsk prispres. Det er dog ikke givet, at virksomhederne overfører lønstigningerne til salgspriserne med det samme.

Eksempelvis argumenterer ECB (2024c) for, at der er et tiltagende pres på virksomhederne for at absorbere den høje lønvækst i deres indtjening givet den igangværende normalisering af efterspørgslen efter coronapandemien samt den fortsatte transmission af de pengepolitiske stramninger fra efteråret 2023, jf. også afsnit II.2. En analyse af gennemslaget fra højere energipriser til forbrugerpriserne foretaget på danske virksomheder i perioden 2001 til 2019 viser, at de højere omkostninger i dette tilfælde ikke blev overvæltet øjeblikkeligt til forbrugerpriserne, hvormed virksomhederne absorberede en del af de øgede omkostninger, jf. *Økonomi og Miljø*, 2022. På den måde kan virksomhedernes indtjening i nogle situationer fungere som en buffer mod løngennemslaget til forbrugerpriserne.

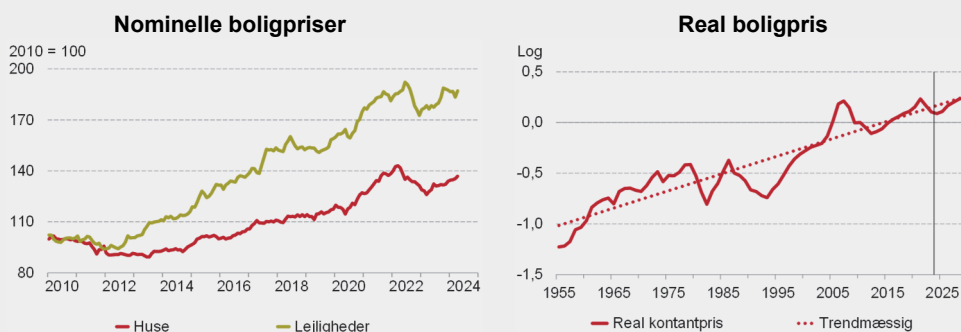
8) Bemærk, at ECB's og IMF's inflationsmål er opgjort ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). Der er metodiske afvigelser mellem det danske og EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, hvilket i praksis betyder, at inflationen opgjort ved de to metoder ikke er helt sammenfaldende.

Normalisering på boligmarkedet

På boligmarkedet har huspriserne overordnet set stabiliseret sig, og Homes indikator for den nominelle husprisudvikling tyder på fremgang igennem 2023 og i begyndelsen af 2024, jf. figur II.13. Lejlighedspriserne har modsat huspriserne udvist svagt fald siden slutningen af 2023. Den svagere udvikling for lejlighederne er en forventet tilpasning, da de nye ejendomsvurderinger særligt for lejligheder indebar, at der kunne være en gevinst ved at overtage boligen før 1. januar 2024, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Dette har formentlig medvirket til, at en række handler, som normalt ville være blevet foretaget i begyndelsen af 2024, blev fremrykket til slutningen af 2023, hvilket gav anledning til betydelige prisstigninger på lejligheder i sidste halvdel af 2023.

FIGUR II.13 BOLIGPRISER

De nominelle huspriser er steget i begyndelsen af 2024, mens lejlighedspriserne har udviklet sig mere svagt i begyndelsen af året. Den reale boligpris ventes at ligge under den langsigtede trend de kommende år.



Anm.: I venstre figur er seneste observation april 2024. 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 1955-2023.

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

Boligpriser og -investeringer ventes at stige

De førstkomende år forventes højere priser for både ejerlejligheder og huse. Det hviler på en forventning om reallønsfremgang samt udsigten til lavere (korte) renter, hvilket samlet bidrager til at øge boligkøbernes rådighedsbeløb. Dertil kommer, at arbejdsmarkedet fortsat er stærkt, jf. beskrivelsen senere i afsnittet. Disse faktorer er i høj grad også styrende for niveauet af boliginvesteringer, der over de kommende måneder forventes at stige i takt med boligpriserne.

Reale boligpriser under trend de kommende år

De nominelle boligpriser lå i gennemsnit lavere i 2023 end i 2022, og kombineret med fortsat relativt høj inflation indebærer det, at de reale huspriser faldt ca. 4¼ pct. i 2023, hvorved de skønnes at ligge tæt på den langsigtede trend, jf. højre del af figur II.13. Trenden i den reale huspris tilsiger en årlig stigning på ca. 1¾ pct. Den forventede nominelle boligprisfremgang de førstkomende år er kun lidt højere end den forventede inflation, og de reale huspriser forventes på den baggrund at falde lidt under den langsigtede trend de kommende år.

FORTSAT BESKÆFTIGELSESFREMANG DET SENESTE ÅR

Fortsat beskæftigelsesfremgang

Beskæftigelsen har ikke på samme måde som den indenlandske efterspørgsel vist tegn på afdæmpning de seneste år, men er fortsat med at stige, jf. figur II.14. Siden udgangen af 2022 er yderligere ca. 40.000 personer kommet i beskæftigelse, hvoraf ca. 30.000 personer er ansat i de private byerhverv. Det er kvalitativt samme billede som i USA og en række europæiske lande, hvor arbejdsmarkedet også fortsat er stærke, jf. afsnit II.2.

Stigende beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere ...

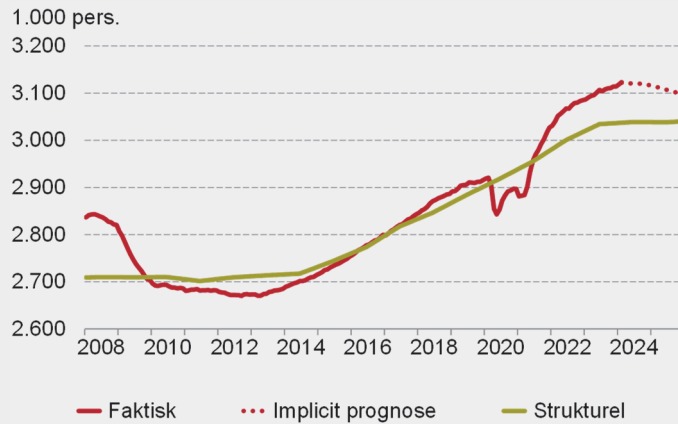
Beskæftigelsesfremgangen er tilvejebragt gennem en udvidelse af arbejdsstyrken, mens ledigheden er steget svagt i samme periode. En betydelig del af beskæftigelses- og arbejdsstyrkefremgangen kan tilskrives højere beskæftigelse blandt udenlandske statsborgere, som står for lidt mere end to tredjedele af den samlede beskæftigelsesfremgang på ca. 40.000 personer siden udgangen af 2022. Ca. en femtedel af beskæftigelsesfremgangen blandt udenlandske statsborgere kan tilskrives flere beskæftigede ukrainske statsborgere. En del af den samlede beskæftigelsesfremgang blandt udenlandske statsborgere skyldes, at nytillgangen af arbejdskraft fra udlandet fortsat er høj, mens den øvrige del kan tilskrives øget beskæftigelse fra allerede herboende, udenlandske statsborgere (flygtninge og indvandrere), jf. baggrundsnotatet. Det seneste års beskæftigelsesfremgang har således øget beskæftigelsen blandt personer i Danmark på kontant- og uddannelseshjælp, jf. Beskæftigelsesministeriet (2024).

... og ældste grupper på arbejdsmarkedet

Fokuseres på aldersfordelingen blandt de beskæftigede frem for statsborgerskab, er beskæftigelsesfremgangen det seneste år sket blandt de 30-39-årige samt blandt personer over 60 år, mens beskæftigelsen omvendt er faldet i aldersgruppen 40-59 år, jf. baggrundsnotatet.

FIGUR II.14 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen ventes at forblive høj de kommende år.



Anm.: Figuren viser lønmodtagerbeskæftigelsen opregnet til nationalregnskabs årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er februar 2024. Derefter er vist en implicit månedsprofil, som er i overensstemmelse med beskæftigelseskønnene på årsniveau. Strukturel beskæftigelse er opjusteret ca. 30.000 personer i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2023*, jf. boks II.6 senere i afsnittet.

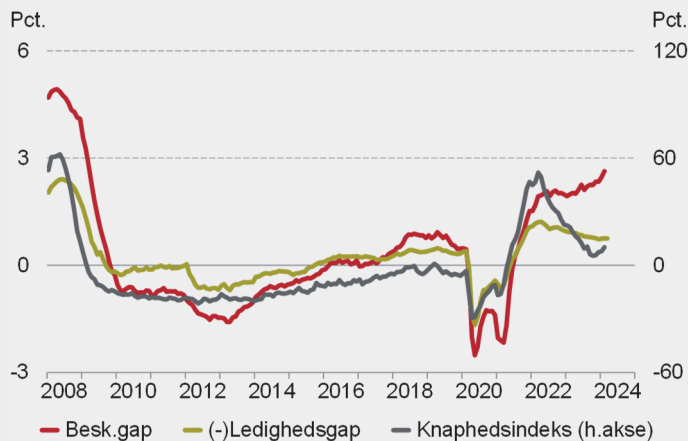
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken samt ADAM's databank og egne beregninger.

Fortsat pres på arbejdsmarkedet

Den fortsatte beskæftigelsesfremgang igennem 2023 indebærer, at beskæftigelsen i begyndelsen af 2024 skønnes at være ca. 85.000 personer eller ca. 2¾ pct. over det skønnede strukturelle niveau, jf. figur II.15. Opgjort ved beskæftigelsesgap har presset på arbejdsmarkedet været stigende siden begyndelsen af 2022. En række andre indikatorer peger omvendt i retning af, at presset på arbejdsmarkedet er mindsket gennem det seneste år; antallet af stillingsopslag er faldet, ledigheden er steget svagt, og rekrutteringsvanskelighederne er aftaget. Den allerseneste udvikling i nogle af indikatorerne tyder på, at presset igen er svagt stigende. Det ses eksempelvis i, at antallet af ledige stillinger pr. ledig igen er begyndt at tiltage. Indikatorerne peger samlet i retning af et større end normalt pres på arbejdsmarkedet, svarende til en situation med højkonjunktur.

FIGUR II.15 PRES PÅ ARBEJDSMARKEDET

En række indikatorer peger på højere end normalt pres på arbejdsmarkedet, omend i forskelligt omfang.



Anm.: Knaphedsindekset måler antallet af ledige stillinger i forhold til antallet af ledige relativt til et historisk gennemsnit. Ledighedsgap er vist med modsat fortegn, så presset på arbejdsmarkedet målt ved denne indikator er sammenligneligt med de to øvrige mål. Seneste observation er februar 2024 for beskæftigelsesgap og marts 2024 for knaphedsindeks og ledighedsgap.

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

BESKÆFTIGELSESFREMGANGEN HAR OVERRASKET

Beskæftigelsen er steget mere end ventet

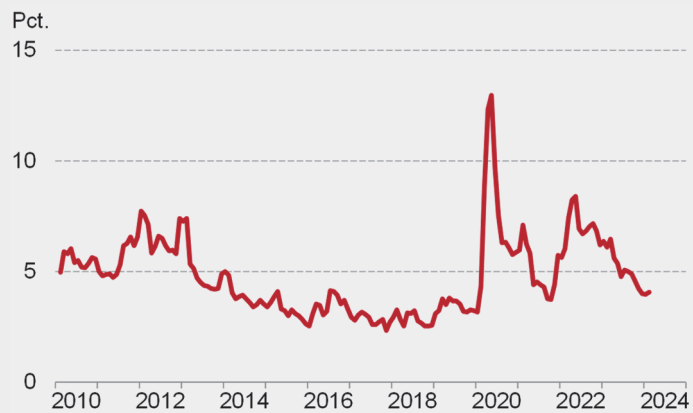
Beskæftigelsesfremgangen har været større end ventet, og i februar 2024 var beskæftigelsen knap 30.000 personer højere end implicit forventet i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Overordnet set kan der være to medvirkende forklaringer til dette, og begge dele kan have spillet en rolle i, at beskæftigelsen har været fortsat høj det seneste år. En mulighed er, at virksomhederne har valgt at fastholde flere medarbejdere, end produktionssituationen isoleret set har tilsagt (såkaldt *labour hoarding* eller hamstring af arbejdskraft). I dette tilfælde har arbejdsmarkedet dermed endnu ikke tilpasset sig en svagere produktionssituation. Alternativt har produktionssituationen i dansk økonomi, herunder i medicinalindustrien, været mere gunstig end tidligere vurderet, hvorved virksomhederne har haft mulighed for et højere beskæftigelsesniveau end skønnet.

Visse tegn på hamstring af arbejdskraft i perioden efter corona, ...

Den første mulighed – ekstraordinær grad af arbejdskrafthamstring – ses ofte i konjunkturomslag, fordi det er forbundet med omkostninger at ansætte og afskedige, og fordi virksomhederne i begyndelsen af et tilbageslag kan være usikre på varigheden af tilbageslaget. Hamstring af arbejdskraft kan herudover have været mere udtalt, fordi lønstigningerne de seneste år har været lavere, end man kunne forvente i lyset af presset på arbejdsmarkedet, hvilket har muliggjort et højere beskæftigelsesniveau. Der er visse tegn på, at tendensen til arbejdskrafthamstring steg i perioden umiddelbart efter coronapandemien, jf. figur II.16. Det kan hænge sammen med, at der efter pandemien var udbredte rekrutteringsudfordringer i mange brancher. Hvis virksomhederne frygter ikke at kunne ansætte medarbejdere med de rette kompetencer, hvis afdæmpningen viser sig at være kortvarig, kan det begrunde, at de i højere grad vælger at fastholde eksisterende medarbejdere.

FIGUR II.16 INDIKATOR FOR LABOUR HOARDING

EU-Kommissionens indikator for labour hoarding tyder på en tiltagende tendens til labour hoarding i 2022, men siden er omfanget faldet til et relativt lavt niveau.



Anm.: Indikatoren opgør andelen af virksomhederne, der forventer produktionstilbagegang, men beskæftigelsesstilstand eller -fremgang. Figuren viser et tremåneders centreret glidende gennemsnit. Seneste observation er marts 2024.

Kilde: Eurostat.

... men kun i mindre grad i 2023

Tendensen til hamstring af arbejdskraft har dog været aftagende gennem 2022 og 2023, og i begyndelsen af 2024 var det under 5 pct. af danske virksomheder, der forventede produktionstilbagegang kombineret med beskæftigelsesstilstand eller -fremgang. En anden indikation på omfanget af arbejdskrafthamstring er antallet af personer på den såkaldte arbejdsfordelingsordning. Ordningen gør det muligt for virksomheder at nedsætte de ansattes arbejdstid fremfor at fyre medarbejdere, hvis der i en periode ikke er tilstrækkeligt arbejde. Antallet af personer på ordningen steg lidt igennem 2022 og 2023, men ligger fortsat på et lavt niveau. Endelig kan bruttobevægelserne i beskæftigelsen vidne om eventuelle tegn på, at virksomhederne fastholder eksisterende medarbejdere i et større omfang end normalt. Beregninger baseret på registerdata tilsiger, at afgang fra beskæftigelse i 2022-23 har ligget lavere end i perioden 2008-19. Det indikerer, at virksomhederne fastholder eksisterende medarbejdere i større omfang end normalt, hvilket kan være et tegn på, at de er mere tilbageholdende med at skille sig af med medarbejdere end normalt, jf. baggrundsnotatet. Samlet vurderes det, at der de seneste år har været tegn på et vist omfang af arbejdskrafthamstring, men aktuelt er der ikke tale om et ekstraordinært omfang.

Stort BNP-bidrag fra medicinalindustrien ...

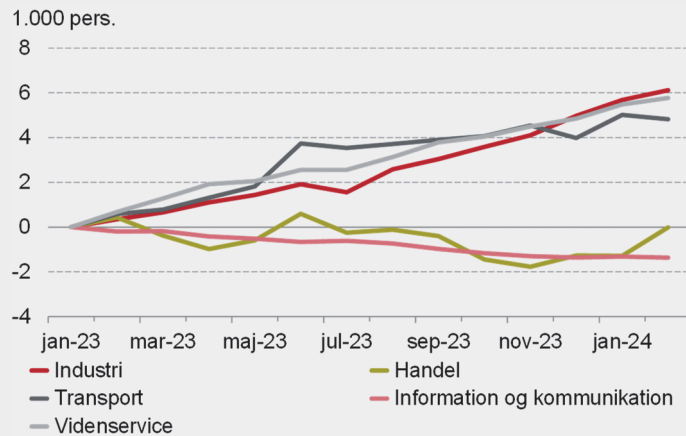
I relation til den anden mulighed (mere gunstig produktionssituation end ventet) kan en betydelig del af de seneste års produktionsfremgang tilskrives højere produktion i medicinalindustrien, jf. Danmarks Statistik (2024a). Det var forventningen i *Dansk Økonomi, efterår 2023*, at fremgang i medicinalindustrien ville yde et betydeligt bidrag til BNP i både 2023 og 2024, men den implicitte forventning var, at denne fremgang var drevet af M&P, der som nævnt kun i begrænset omfang øger dansk beskæftigelse.

... har medført større beskæftigelsesfremgang end ventet

Oplysninger fra Novo Nordisk tyder imidlertid på, at produktionsfremgangen også har givet anledning til en betydelig produktion i Danmark og dermed også beskæftigelsesfremgang i Danmark. Novo Nordisk oplyser, at de fra udgangen af 2022 til marts 2024 har øget antallet af ansatte med lidt mere end 7.500 personer i Danmark. Det medvirker dermed til, at industrien er den branche, der har oplevet den antalsmæssigt største beskæftigelsesfremgang i perioden, jf. figur II.17. Beskæftigelsesfremgangen i Novo Nordisk bidrager direkte med ca. en femtedel af den samlede beskæftigelsesfremgang over perioden og med ca. en fjerdedel af fremgangen i de private byerhverv. Den direkte beskæftigelsesfremgang i medicinalindustrien har dermed spillet en større rolle for dansk økonomi end implicit lagt til grund i *Dansk Økonomi, 2023*.

FIGUR II.17 BESKÆFTIGELSE, UDVALGTE BRANCHER

Beskæftigelsen er fortsat med at stige gennem 2023 og ind i 2024. Stigningen har været bredt funderet på tværs af brancher med størst stigning i industrien. Oplysninger fra Novo Nordisk tyder på, at meget af denne fremgang er relateret til medicinalindustrien.



Anm.: Seneste observation er februar 2024.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Afledte effekter af højere medicinalbeskæftigelse

I tillæg til den direkte beskæftigelseeffekt i medicinalindustrien af den betydelige produktionsfremgang, påvirker fremgangen i medicinalindustrien også andre dele af dansk økonomi. Beregninger viser, at beskæftigelsesfremgang i medicinalindustrien normalt øger beskæftigelsen i den øvrige del af økonomien tilsvarende, jf. baggrundsnotatet. En beskæftigelsesfremgang på eksempelvis 7.500 personer i medicinalindustrien siden begyndelsen af 2023 kan altså have afledte effekter på yderligere 7.500 personer og dermed potentielt forklare ca. 15.000 personer af det seneste år beskæftigelsesfremgang. Det svarer til omkring halvdelen af fremgangen i de private byerhverv. Hertil kommer, at Novos produktionsfremgang i Danmark har givet anledning til en udbygning af deres produktionskapacitet. Det kan have øget beskæftigelsen i bygge- og anlægsbranchen (og relaterede brancher) mere, end produktionsfremgangen normalt ville tilsige.

Produktionen udenfor medicinalindustrien kan være undervurderet

Det vurderes samlet at være sandsynligt, at produktionsfremgangen i medicinalindustrien i større omfang end ventet har øget beskæftigelsen de seneste år. Den naturlige konsekvens af dette ville være, at produktionsfremgangen udenfor medicinalindustrien også havde udviklet sig mere gunstigt end ventet. Den aktuelle offentliggørelse af nationalregnskabet tyder imidlertid ikke på, at dette har været tilfældet. Tværtimod var der betydeligt svagere fremgang i de private byerhverv under ét end ventet i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Det indebærer, at produktiviteten i de private byerhverv ekskl. M&P faldt 2,5 pct. i 2023. Det er ikke tidligere set, at produktiviteten i de private byerhverv i Danmark falder i det omfang. Det er muligt, at det hænger sammen med en bemærkelsesværdig udvikling i enkelte underbrancher, jf. boks II.5, og at den samlede produktion udenfor medicinalindustrien i det aktuelt offentliggjorte nationalregnskab er undervurderet og vil blive revideret i forbindelse med sommerens hovedrevision af nationalregnskabet. Det understøttes umiddelbart af, at produktionsindikatorerne for industrien og store dele af servicebranchen peger på fremgang igennem 2023, jf. figur II.18.

BOKS II.5 USIKKERHED KNYTTET TIL PRODUKTIVITETSUDVIKLINGEN I 2023

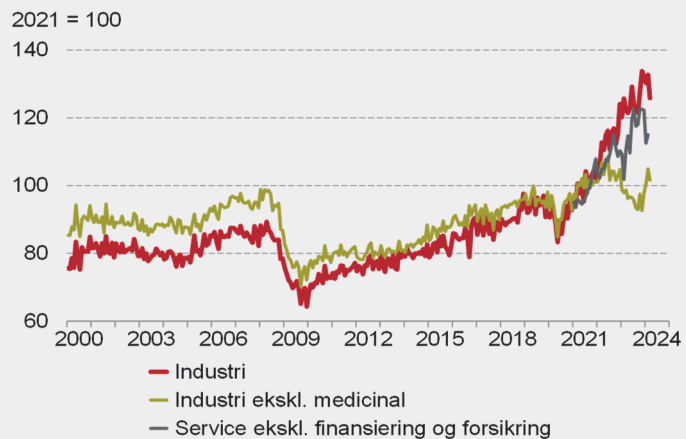
Den opgjorte timeproduktivitet i de private byerhverv ekskl. M&P faldt ca. 2½ pct. i 2023. Det er forventeligt med en vis afdæmpning af produktiviteten i forbindelse med et konjunkturomslag, men faldet i 2023 er bemærkelsesværdigt stort og har en størrelsesorden, der ikke tidligere er set i den statistikdækkede periode 1966-2023.

Den samlede udvikling dækker over betydelig heterogenitet på tværs af brancher, hvor udviklingen i branchen finansiering og forsikring er særligt bemærkelsesværdig med et produktivitetsfald på mere end 10 pct. i 2023, jf. baggrundsnotatet. Det er en udvikling, der ser ud til at være relateret til pris/mængde-splittet i branchen, og det betydelige produktivitetsfald i 2023 ses ikke i andre lande. I euroområdet steg branchens produktivitet således svagt i 2023.

Der vurderes samlet at være ekstraordinært stor usikkerhed knyttet til nationalregnskabet, jf. faktaboksen i indledningen til afsnittet. På den baggrund afventer en nærmere afdækning af den underliggende produktivitsudvikling i økonomien ekskl. M&P sommerens revision af nationalregnskabs-tallene. Det er lagt til grund for prognosen, at faldet i 2023 var af delvist strukturel karakter, hvorved normaliseringen af produktiviteten frem mod 2030 alt andet lige mindskes, jf. beskrivelsen i baggrundsnotatet.

FIGUR II.18 PRODUKTIONSINDIKATORER

Produktionsindikatorer tyder på produktionsfremgang fra 2022 til 2023. Både industri- og serviceproduktionen steg således igennem 2023.



Anm.: Servicesektorens produktionsindeks findes først fra 2021 og kun ekskl. finansiering og forsikring. Seneste observation er marts 2024 for industriens produktion og februar 2024 for servicesektorens produktionsindeks.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Eurostat samt egne beregninger.

BESKÆFTIGELSEN VENTES AT FORBLIVE HØJ I 2024-25

Forventning om høj beskæftigelse i 2024-25, ...

Efterspørgslen ventes som nævnt at tiltage de kommende år, herunder som følge af et betydeligt ekspansivt bidrag fra den offentlige efterspørgsel i 2024-25, jf. beskrivelsen i afsnit II.4. Indikatorer for arbejdsmarkedet tyder på et fortsat pres, og erhvervenes beskæftigelsesforventninger tyder på fremgang. Samlet forventes beskæftigelsen på den baggrund at opretholde et relativt højt niveau, og årsniveauet i 2025 skønnes at være omtrent på niveau med 2023.

... men lavere end efterspørgselsfremgang vil tilsige

Beskæftigelsesudviklingen ventes at være mere afdæmpet, end efterspørgselsfremgangen i prognosen alt andet lige giver basis for. Det skal blandt andet ses i lyset af, at der de seneste år har været en vis tendens til arbejdskraftthamstring, som har dæmpet produktiviteten, jf. diskussionen i afsnittet ovenfor. Det bidrager til at mindske behovet for

yderligere arbejdskraft de kommende år, og produktiviteten ventes gradvist at blive normaliseret. Ved udgangen af 2025 ventes der fortsat at være et betydeligt pres på arbejdsmarkedet med et skønnet beskæftigelsesgap på knap 2 pct. Frem mod 2030 forudsættes en gradvis normalisering af beskæftigelsen mod det skønnede strukturelle niveau.

USIKKERHED KNYTTET TIL DEN VENTEDE BESKÆFTIGELSESDVIKLING

**Beskæftigelsesgap
er én måde at måle
kapacitetspres**

Opgørelsen af kapacitetspreset i økonomien er af væsentlig betydning for anbefalingerne til finanspolitikken. Det skyldes, at et af formålene med finanspolitik er at undgå, at udsvingene i økonomien bliver unødigt store, da dette er forbundet med omkostninger. Der findes ikke en entydig måde at opgøre størrelsen af kapacitetspreset i økonomien på, og forskellige indikatorer kan pege i forskellige retninger, jf. beskrivelsen af figur II.15 tidligere i afsnittet. En måde at opgøre preset på er ved opgørelsen af beskæftigelsesgap, som måler forskellen mellem faktisk og strukturel beskæftigelse. Den aktuelle vurdering tilsiger, at beskæftigelsen primo 2024 var ca. 85.000 personer eller ca. 2¾ pct. over strukturelt niveau.

**Strukturel
beskæftigelse
opjusteret i forhold
til efteråret**

Strukturel beskæftigelse er opjusteret ca. 30.000 personer i forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* på baggrund af den fortsatte beskæftigelsesfremgang igennem 2023, jf. boks II.6. Opjusteringen af den strukturelle beskæftigelse afspejler en tilsvarende opjustering af den strukturelle arbejdsstyrke. Det skal ses i lyset af, at de seneste års beskæftigelsesfremgang i et vist omfang er sket blandt mere marginaliserede grupper på arbejdsmarkedet samt grupper med en relativt lav beskæftigelsesfrekvens, jf. beskrivelsen tidligere i afsnittet. Det er muligt, at disse gruppers arbejdsmarkedstilknytning er blevet varigt højere under de seneste års beskæftigelsesopsving, hvilket øger den strukturelle beskæftigelse. Hertil kommer, at det er lagt til grund, at en del af nytilgangen af udenlandsk arbejdskraft er af mere varig karakter, jf. også *Dansk Økonomi, efterår 2023*.

**Beregningen er
forbundet med
usikkerhed**

I perioder med betydelig beskæftigelsesfremgang er der risiko for, at en konjunktuel stigning forveksles med en underliggende strukturel fremgang, og at strukturel beskæftigelse på den baggrund opjusteres for meget. En række andre indikatorer peger dog i retning af, at preset på arbejdsmarkedet er mindre, end størrelsen af det beregnede beskæftigelsesgap tilsiger, hvilket modsat ville tilsige, at den strukturelle beskæftigelse er endnu højere, end aktuelt vurderet.

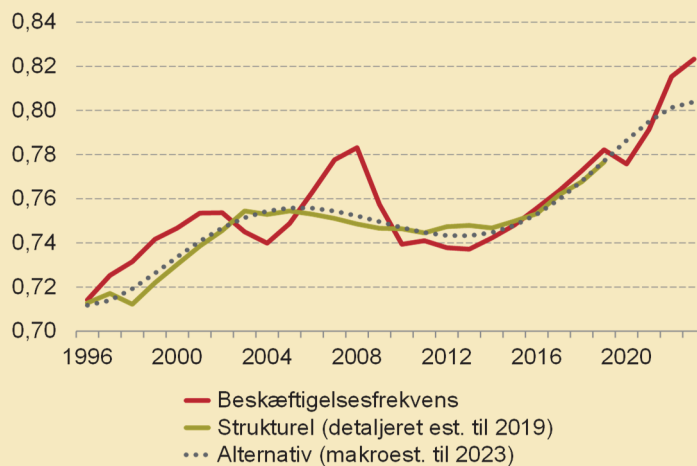
BOKS II.6 FASTLÆGGELSE AF STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE

Beregningen af den strukturelle arbejdsstyrke til og med 2019 er baseret på en konjunkturrensning af modtagere af forskellige typer af indkomstoverførsler samt selvforsørgende på etårs alderstrin. På baggrund heraf kan den strukturelle arbejdsstyrke fastlægges ved at trække disse personer fra den samlede befolkning, jf. *Dokumentationsnotat om estimation af den strukturelle arbejdsstyrke til Dansk Økonomi, forår 2023*. Denne tilgang benævnes *den detaljerede metode*.

For årene 2020-23 forlænges ovenstående tilgang med en estimation, der direkte konjunkturrenses makrobekæftigelsesfrekvensen (Q/U). Samme tilgang blev anvendt for 2020-22 i *Dansk Økonomi, forår 2023*. Konkret anvendes ligning (1). Som konjunkturindikator benyttes ledighedsgap, og der medtages en tidstrend i estimationen, som også fanger effekter af reformer.

$$(1) \quad Q_t/U_t = \beta^0 + trend_t + \beta^1 \cdot Konjunkturindikator_t + \varepsilon_t$$

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 2023. Makroestimationen peger på en underliggende stigning i den strukturelle beskæftigelse på lidt mere end 150.000 personer fra 2019 til 2023. I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* er der tale om en opjustering af strukturel beskæftigelse i 2023 med ca. 30.000 personer.

FIGUR A BESKÆFTIGELSESFREKVEN

Anm.: Figuren angiver den strukturelle beskæftigelsesfrekvens med den detaljerede metode, som anvendes frem til 2019. Den grå prikkede kurve viser makroestimationen, som går til 2023 og følger ligning (1). Den røde linje angiver den faktiske beskæftigelsesfrekvens.

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

Udenlandsk arbejdskraft fungerer som en arbejdskraftreserve, ...

En betydelig del af de seneste års beskæftigelses- og arbejdsstyrkefremgang kan som nævnt tilskrives udenlandske statsborgere. En del af disse er formentlig vandrende udenlandsk arbejdskraft, der fungerer som en konjunkturbetinget arbejdskraftreserve i dansk økonomi: Når konjunktursituationen er relativt gunstig i Danmark, strømmer arbejdskraften til landet, mens den forlader Danmark, når konjunkturerne vender. Denne udenlandske arbejdskraftreserve blev øget i forbindelsen med østudvidelsen af EU i 2000'erne og kan være øget yderligere de seneste år som følge af, at europæisk arbejdskraft i mindre omfang rejser til Storbritannien efter landets udtræden af EU.

... der øger det beregnede beskæftigelsesgap, men ikke lønpresset tilsvarende

Den konjunkturbetingede tilgang af vandrende udenlandsk arbejdskraft tenderer til at øge det beregnede beskæftigelsesgap i den periode, hvor arbejdskraften kommer til Danmark (og tilsvarende til at reducere det, når arbejdskraften forlader landet igen). Det er dog muligt, at denne type udenlandske arbejdskraft yder et mindre lønpres end andre typer af beskæftigede, og at beskæftigelsesfremgang gennem nytilgang af udenlandsk arbejdskraft dermed dæmper lønpresset i økonomien relativt til en situation, hvor beskæftigelsesfremgangen er tilvejebragt ved allerede herboende personer. I en situation, hvor nytilgang af arbejdskraft fra udlandet yder et væsentligt bidrag til det beregnede beskæftigelsesgap, vil sammenhængen mellem presset på arbejdsmarkedet og det beregnede beskæftigelsesgap dermed være mindre tydelig. Det tilsiger, at presset på arbejdsmarkedet formentlig er mere i overensstemmelse med andre mål, herunder knaphedsindekset og ledighedsgap, jf. figur II.15 tidligere i afsnittet.

Konjunkturbetinget stigning i arbejdsstyrke må ikke forveksles med strukturel

Beskæftigelsesfremgang som følge af nytilgang fra udlandet er et eksempel på, at en konjunkturbetinget fremgang ikke skal forveksles med en underliggende strukturel stigning, og den vandrende udenlandske arbejdskraft er ikke et udtryk for en højere strukturel beskæftigelse i traditionel forstand. En fuld indregning af denne type arbejdskraft i den strukturelle beskæftigelse risikerer at overvurdere den strukturelle beskæftigelse i 2030 (og dermed råderummet i dansk økonomi) på mellemlang sigt.

Udenlandsk arbejdskraft kan også øge strukturel beskæftigelse

En vis del af den nytilkomne udenlandske arbejdskraft bidrager dog også til at øge den strukturelle beskæftigelse i traditionel forstand. Det er tilfældet for den del af den udenlandske arbejdskraft, der mere varigt bosætter sig i Danmark og dermed mere permanent indgår i den danske arbejdsstyrke. Som tidligere nævnt er det lagt til grund for prognosen, at dette i et vist omfang vil være tilfældet, og at udenlandsk arbejdskraft derfor har ydet et bidrag til at øge den strukturelle beskæftigelse de seneste år.

STORT BETALINGSBALANCEOVERSKUD

Stort overskud på betalingsbalancen ...

Siden 1990, hvor årtiers betalingsbalanceunderskud blev vendt til overskud, har der været tendens til stigende overskud på betalingsbalancen. Overskuddet nåede i 2023 ca. 11 pct. af BNP. Det overstiger dermed klart EU's vejledende grænseværdi på højst 6 pct. af BNP og har gjort det siden midten af 2010'erne.⁹ Store overskud på betalingsbalancen kan ligesom store underskud være et tegn på underliggende økonomiske ubalancer. I dette afsnit dekomponeres udviklingen på betalingsbalancen derfor med henblik på at belyse årsagerne til det betydelige overskud.

... kan anskues fra flere vinkler

Overskuddet på betalingsbalancen kan anskues fra forskellige synsvinkler. På den ene side kan betalingsbalancen ses som et lands opsparring fratrukket udgifterne til reale investeringer. På den anden side er saldoen et udtryk for forskellen mellem værdien af et lands eksport og import (stillingen på vare- og tjenestebalancen) samt nettotransfereringer og nettorentebetalinger til udlandet. I det følgende dekomponeres overskuddet på betalingsbalancen ud fra begge vinkler. Dette belyser kilderne til overskuddet, men analyserer ikke den bagvedliggende årsagssammenhænge.

Stigende overskud er udtryk for stigende opsparring

Anskuet fra den første vinkel kan det stigende overskud tilskrives en markant stigende opsparring siden 1980'erne, mens investeringerne har svinget omkring 20 pct. af BNP, jf. baggrundsnotatet. Der har dermed været tale om et lavere forbrug i forhold til den samlede indkomst. Den indenlandske opsparring kan fordeles på økonomiens sektorer; husholdninger, private virksomheder og den offentlige sektor, jf. faktaboks. Det kan være væsentligt at forstå kilden til den høje opsparring for at kunne analysere, hvorvidt der er incitamenter eller rammevilkår i Danmark, der frembringer en stor opsparring i forhold til indkomsten.

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

NETTOFORDRINGSERHVERVELSE

De enkelte sektorer i økonomien (husholdninger, selskaber, offentlig sektor og udlandet) har en lang række transaktioner med hinanden, der består af blandt andet løn, overførselsindkomst, skat, køb og salg af varer og tjenester samt formueindkomst. Forskellen på de samlede indtægter og de samlede udgifter for den enkelte sektor giver sektorens bruttoopsparing.

Bruttoopsparingen anvendes til at dække investeringer i fast realkapital i sektoren samt enkelte kapitaloverførsler. Forskellen på opsparingen og kapitaludgifterne giver nettofordringserhvervelsen i en sektor. Denne er positiv, hvis opsparingen overstiger investeringerne, og negativ, hvis investeringerne er større end opsparingen.

Summen af alle de indenlandske sektorets nettofordringserhvervelser giver udlandets nettofordringserhvervelse, der i store træk svarer til betalingsbalancens løbende poster med modsat fortegn.

Positivt bidrag til overskud fra private virksomheder

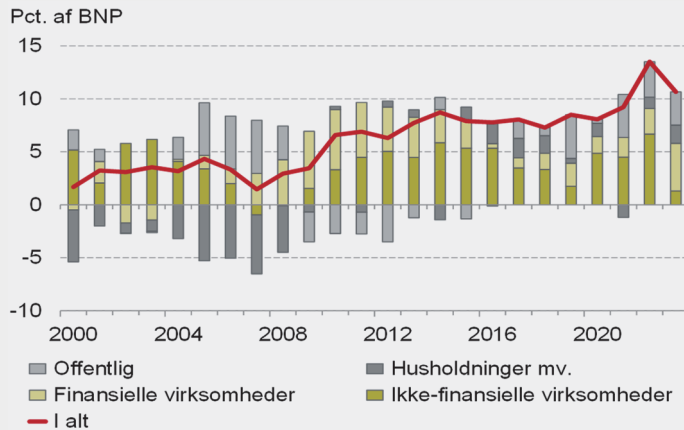
Set over perioden fra 2000 kan i gennemsnit mere end halvdelen af det betydelige betalingsbalanceoverskud tilskrives en positiv nettoopsparing (også kaldet nettofordringserhvervelse) i de ikke-finansielle virksomheder, og hertil kommer et positivt bidrag fra de finansielle virksomheder, jf. figur II.19. Samlet står de private virksomheder dermed for et betydeligt bidrag til det samlede opsparingsoverskud. En del af de store danske virksomheder er fondskontrollerede, jf. Danmarks Statistik (2021), og der kan således være tale om, at en del af den positive nettofordringserhvervelse fra de private virksomheder er placeret i erhvervsdrivende fonde.

Stigende bidrag fra husholdninger

Der har traditionelt været et stort fokus på husholdningernes opsparing, eksempelvis i form af udbredelsen af obligatoriske arbejdsmarkedsopsparinger, men også i den makroprudentielle regulering, der begrænser husholdningernes muligheder for at belåne friværdien i en ejerbolig. Bidraget fra husholdningerne er vendt fra at være negativt i årene op til finanskrisen til i den senere årrække at være positivt. Det bidrager derfor til stigningen i betalingsbalanceoverskuddet over perioden, men husholdningerne bidrager fortsat i gennemsnit mindre til det samlede overskud end virksomhederne.

FIGUR II.19 BETALINGSBALANCE, SEKTOROPDELT

Overskuddet på betalingsbalancen kan overvejende tilskrives positiv nettofordringserhvervelse i private virksomheder.



Anm.: Figuren viser nettofordringserhvervelserne for økonomiens sektorer. Summen af dem svarer omtrent til overskuddet på betalingsbalancens løbende poster (vist med rød kurve).

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Fald i opsparings- overskud i 2023 skyldes bl.a. udbytte

I 2023 faldt nettofordringserhvervelsen i de ikke-finansielle selskaber betydeligt som andel af BNP. Det skal ses i lyset af, at der i 2022 var en meget høj indtjening og profit i dansk søfart, jf. figur II.20, blandt andet som følge af ekstraordinært høje fragtrater. En del af det betydelige overskud i 2022 blev udbetalt som udbytte i begyndelsen af 2023. Denne udbetaling er en udgift for sektoren i 2023 (men en indtægt for nogle af de øvrige sektorer) samtidig med, at indtægterne var mere normale. Samlet tenderer det derfor til at reducere nettofordringserhvervelsen i de ikke-finansielle virksomheder i 2023.

Størstedelen af overskuddet er på vare- og tjenestebalancen, ...

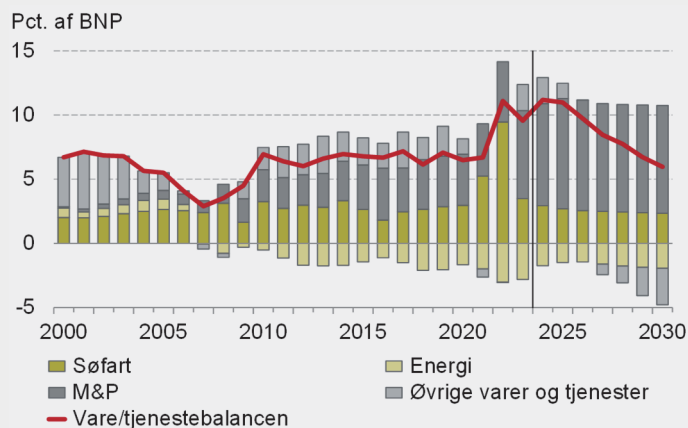
Anskuet fra den anden vinkel udgøres hovedparten af overskuddet på betalingsbalancen af et overskud på vare- og tjenestebalancen, der svarer til forskellen mellem eksport og import. Den resterende del af overskuddet udgøres af løn- og formueindkomst, mens øvrige overførsler til og fra udlandet bidrager negativt, jf. baggrundsnotatet. Overskuddet på vare- og tjenestebalancen kan yderligere opdeles på forskellige komponenter.

... hvor søfart og M&P forklarer stor del af overskuddet

Søfart bidrog i gennemsnit over perioden 2000-20 til et overskud på vare- og tjenestebalancen på ca. 2½ pct. af BNP. Et andet væsentligt bidrag til overskuddet er i stigende grad M&P-aktiviteter. I perioden 2005-20 bidrog M&P-aktiviteterne i gennemsnit med et overskud på 2½ pct. af BNP, og de seneste år har bidraget været over 5 pct. af BNP. M&P-aktiviteterne er som tidligere nævnt kendetegnet ved, at de kun i begrænset omfang beror på dansk arbejdskraft og fysisk kapital, og væksten i aktiviteterne siden 2005 bidrager dermed til, at den samlede opsparing som andel af BNP i Danmark er øget, mens investeringerne ikke er i samme grad.

FIGUR II.20 VARE- OG TJENESTEBALANCEN, DEKOMPOSERET

M&P-aktiviteterne bidrager i betydelig grad til det overskuddet på vare- og tjenestebalancen.



Anm.: Vare- og tjenestebalancen angiver forskellen mellem eksport og import. Overskuddet på vare- og tjenestebalancen udgør størstedelen af overskuddet på betalingsbalancen, som herudover også påvirkes af formueindkomst.

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

M&P bidrager også til overskud frem mod 2030

I prognosen forudsættes det, at der også frem mod 2030 vil være et betydeligt bidrag fra M&P, som er medvirkede til, at overskuddet på betalingsbalancen i 2030 ventes at være fortsat betydeligt og udgøre ca. 10 pct. af BNP. M&P-aktiviteterne er koncentreret i få, store multinationale koncerner, jf. *Produktivitet, 2024*. En nærmere forståelse af, hvordan disse virksomheder anvender og placerer deres overskud

(herunder evt. i fonde), vil derfor være nyttig information til at forstå årsagerne bag betalingsbalanceoverskuddet yderligere.

Bagvedliggende årsager til overskuddet bør analyseres nærmere

Som beskrevet kan overskuddet på betalingsbalancen ansues fra forskellige vinkler. Dekomponeringerne ovenfor belyser kilderne til overskuddet, men analyserer ikke årsagssammenhænge. På den ene side er det muligt, at der er rammevilkår i Danmark, der fordrer en betydelig opsparing, og at det derfor er drivkræfter internt i Danmark, der er den egentlige årsag til overskuddet på betalingsbalancen. På den anden side er det muligt, at globaliseringen og den internationale konkurrence er medvirkende til, at nogle danske virksomheder opnår en gunstig markedspostion med en betydelig eksport og indkomststrømme, der udmønter sig i en høj opsparing i disse virksomheder. En egentlig af-dækning af de bagvedliggende årsager til det store og stigende betalingsbalanceoverskud, herunder betydningen af de særlige danske forhold omkring fondsejede virksomheder, kræver nærmere analyser.

II.4

OFFENTLIGE FINANSER MOD 2030

Indhold i afsnit

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser mod 2030. De centrale forudsætninger for fremskrivningen er beskrevet i boks II.7. Først ses på udviklingen i de offentlige indtægter og udgifter. Dernæst ses på udviklingen i den strukturelle offentlige saldo og råderummet. Det efterfølges af en beskrivelse af finanspolitikens aktivitetsvirkning.

OFFENTLIG SALDO FREM MOD 2030

Stort overskud i 2023 ...

Der var et stort overskud på den offentlige saldo i 2023 på lidt mere end 3 pct. af BNP, jf. figur II.21 og tabel II.3. Det store overskud skyldes primært den gunstige konjunktursituation og store indtægter fra selskabsskat og aktieindkomstskat. Det høje provenu fra aktieindkomstskat var blandt andet drevet af store udbyttebetalinger i 2023 og et generelt højt afkast på det danske aktiemarked i løbet af året. Selskabsskatterne har i de seneste år givet et provenu, der har været over det skønnede strukturelle niveau, hvilket delvist skyldes konjunktursituationen. Den store vækst i medicinalbranchen har også haft en betydning for selskabsskatterne, hvor regnskaber fra store medicinalsselskaber har vist en stor stigning i de betalte selskabsskatter i Danmark i 2023.

BOKS II.7 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen for de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtagen politik. Det indebærer, at der indarbejdes den gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomster. Der indarbejdes også konsekvenserne af politiske aftaler, der endnu ikke er indarbejdet i lovgivningen. Det gælder blandt andet konsekvenserne af det lovforslag, Beskæftigelsesministeriet har fremsat om mindre regulering af overførselsindkomsterne i 2026 eller 2027 som følge af afskaffelsen af Store Bededag som helligdag. Derudover inkluderes blandt andet også konsekvenserne af aftalen *Reform af personskat* fra december 2023, lovforslag om ændrede udgiftslofter for 2025 til 2027, samt *anden delaftale under forsvarsforliget 2024-2033* fra 30. april, hvor det er besluttet at øge forsvarsudgifterne i perioden 2024-27. Det er forudsat, at de foreslåede udgiftslofter for 2024 til 2027 anvendes fuldt ud tillagt de ekstra forsvarsudgifter.

Konsekvenserne af politiske målsætninger indarbejdes i takt med, at de udmøntes konkret. Det vil sige, at udgifter til f.eks. den grønne omstilling indarbejdes i fremskrivningen i takt med, at disse udgifter påvirker udgiftslofterne og finanslove.

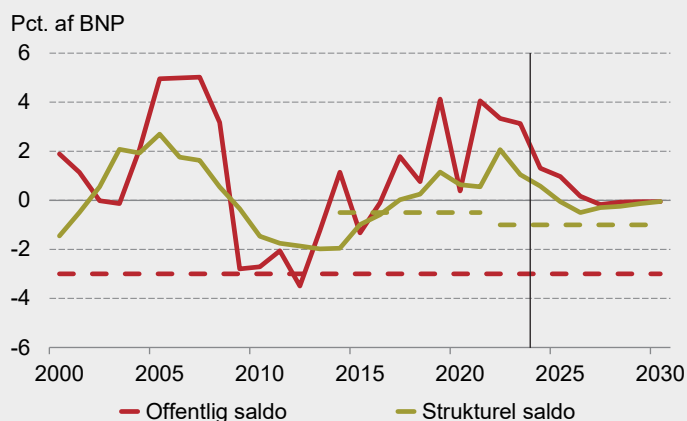
Den 25. april 2024 blev der indgået aftalen *forøgelse af den militære støtte under Ukrainefonden i 2024*, hvilket ligeledes er indarbejdet i nærværende fremskrivning. Om midler i Ukrainefonden antages det, at de er fordelt med en fjerdedel vedrørende offentligt forbrug og trefjerdedele vedrørende investeringstilskud til udlandet. Det er forudsat, at midlerne i Ukrainefonden primært går til indkøb i udlandet uden krav om modkøb i Danmark, så aktivitetsvirkningen i Danmark er nul.

Centrale forudsætninger:

- For 2024 følger det offentlige forbrug skønnet for det nominelle offentlige forbrug eksklusiv afskrivninger i den vedtagne finanslov for 2024 tillagt de forhøjede forsvarsudgifter. For perioden 2025-27 følger realvæksten i det offentlige forbrug de foreslåede udgiftslofter tillagt de foreslåede forhøjede forsvarsudgifter i perioden. Fra 2028 følger det offentlige forbrug udviklingen i det demografi- og velstandskorrigerede træk
- De nominelle offentlige investeringer følger i 2024 skønnet fra *Økonomisk Redegørelse, december 2023*. Fra 2025 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en omtrent konstant andel af BNP, svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19.

FIGUR II.21 OFFENTLIG SALDO

Store offentlige underskud de seneste år vendes gradvist til små underskud fra 2026 til 2030.



Anm.: Den røde stiplede linje er grænsen for underskuddet i stabilitets- og vækstpagten på 3 pct. af BNP. Den grønne stiplede linje angiver grænsen for underskuddet på den strukturelle saldo i budgetloven.

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

... vendes til underskud fra 2026 pga. forsvarsudgifter ...

Frem mod 2026 ventes det aktuelle overskud at blive vendt til et beskedent underskud, jf. figur II.21. Svækkelsen af den offentlige saldo skyldes blandt andet en høj vækst i det offentlige forbrug over perioden. Den høje vækst i det offentlige forbrug kan blandt andet henføres til højere udgifter til det danske forsvar.

... og normalisering af konjunktur og kapitalindkomstskat

De kommende år svækkes saldoen yderligere af en gradvis forventet normalisering af konjunktursituationen og en normalisering af selskabs- og aktieindkomstskatterne. Den betydelige vækst i udgifterne og reduktionen i skatterne svækker saldoen. Der ventes dog fortsat en afstand til grænsen for underskuddet på den strukturelle saldo i budgetloven på 1 pct. af BNP og stabilitets- og vækstpagtens grænse for det offentlige underskud på 3 pct. af BNP frem mod 2030.

TABEL II.3 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

Et stort overskud på den offentlige saldo i 2023 vendes gradvist til underskud, da udgifterne vokser mere end indtægterne.

	2023	2024	2025	2030
	----- Pct. af BNP -----			
Persontskatter mv. ^{a)}	23,5	22,9	22,7	22,0
Aktieskat	1,9	1,2	1,2	1,2
Selskabsskat	3,8	3,1	3,1	2,7
Nordsøbeskatning	0,0	0,1	0,2	0,3
Pensionafkastbeskatning	0,5	0,5	0,7	1,0
Afgifter ^{b)}	13,9	14,0	14,1	14,7
Øvrige indtægter ^{c)}	4,2	3,9	3,8	4,2
Indtægter i alt ^{d)}	47,8	45,8	45,7	46,1
Offentligt forbrug ^{e)}	22,6	23,2	23,9	24,3
Offentlige investeringer ^{f)}	3,2	3,3	3,3	3,5
Indkomstoverførsler	14,3	13,9	14,0	14,6
Øvrige udgifter ^{g)}	5,2	4,7	4,3	4,3
Udgifter i alt ^{d)}	45,4	45,2	45,5	46,7
Primær saldo	2,3	0,6	0,2	-0,6
Nettorenteindtægter	0,8	0,7	0,8	0,5
Offentlig saldo	3,1	1,3	1,0	-0,1
Strukturel saldo ^{h)}	1,0	0,6	-0,1	-0,1
ØMU-gæld	29	29	29	32
	----- Mia. kr. -----			
Offentlig saldo	87	39	30	-2
	----- Realvækst, pct. -----			
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	0,4	4,7	2,7	0,7
Off. investeringer ekskl. F&U	-0,7	3,8	1,7	3,5

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

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

c) Posten dækker blandt andet over offentlige afskrivninger, bidrag til A-kasse og efterlønsordning.

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

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

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

g) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.

h) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

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

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

Selskabsskatterne ventes at give et højt provenu de næste par år

Også i de næstkommende år ventes et højt provenu fra selskabsskatterne, der understøttes af, at der også ventes et positivt output gap i de næste år. Den ventede kraftige vækst i medicinalbranchen kan medføre, at den branche vil betale store beløb i selskabsskat de næstkommende år. Fra 2026 og frem mod 2030 er det som nævnt forudsat, at provenuet for selskabsskatterne vil normalisere sig på det strukturelle niveau.

Nordsø- og PAL-skat giver et stigende provenu

I de seneste år har indtægterne fra nordsøbeskatningen været på et meget lavt niveau, hvilket hænger sammen med, at Tyra-feltet har været under genopbygning. Frem mod 2030 ventes provenuet fra nordsøbeskatningen af tiltage, da Tyrafeltet er i drift igen, og olieprisen forventes at stige fra 2025 og frem mod 2030. Indtægterne fra pensionsindkomsts-katten (PAL) lå også på et lavt niveau i 2023 efter at have givet et højt provenu igennem en årrække. De begrænsede indtægter skal ses i lyset af, at de stigende renter har givet pensionskasserne tab på deres obligationsbeholdninger og derfor har deres skattebetalinger været begrænsede. Frem mod 2030 ventes PAL-skatten gradvist at tiltage mod det strukturelle niveau.

Personskatterne falder mod 2030

Indtægterne fra personskatter ventes at blive reduceret mod 2030. Det skal blandt andet ses i lyset af, at de højere renter slår igennem på husholdningernes renteudgifter med en vis forsinkelse. Dette skyldes at en del af realkreditgælden er fastforrentet og renteudgiften på de fastforrentede lån først stiger i takt med gamle fastforrentede lån erstattes af nye. Hertil kommer, at der er i december 2023 blev indgået en skatteaftale, der blandt andet øger beskæftigelsesfradraget, hvilket er med til at reducere provenuet fra 2025.

Høj vækst i det offentlige forbrug øger udgifterne

De samlede offentlige udgifter stiger frem mod 2030. Det drives primært af det offentlige forbrug, hvor der er en høj vækst i 2024 og 2025. Den høje vækst drives særligt af, at forsvarsudgifterne øges markant i de kommende år. I de første år øges udgifterne til offentligt forbrug yderligere lidt af Ukraine-fonden, hvor det er antaget, at en del af udgifterne vedrører donationer af våben og ammunition mv. fra danske lagre, der indebærer en genanskaffelse af de pågældende våben mv., hvilket er forudsat at blive opgjort som offentligt forbrug i nationalregnskabet.

Udgifter til overførselsindkomster stiger fra et lavt niveau

Udgifterne til overførselsindkomsterne udgør aktuelt en lav andel af BNP. Det skyldes dels, at ledigheden er under det strukturelle niveau som følge af konjunktursituationen, dels den høje inflation og lønstigninger de sidste år. Overførselsindkomsterne følger med satsreguleringsprocenten udviklingen i de private lønstigninger, men det sker med en forsinkelse på to år. De høje lønstigninger i 2023 og 2024 har

endnu ikke påvirket reguleringen af overførselsindkomsterne. Frem mod 2030 vil overførselsindkomsterne blive reguleret mere end de private lønstigninger i perioden, da det seneste par års efterslæb skal indhentes. Endeligt er der også en stigning i antallet af pensionister frem mod 2030, hvilket også bidrager til at øge de offentlige udgifter til overførselsindkomster.

Øvrige udgifter forøget af midlertidige forhold

I 2023 og 2024 er de øvrige offentlige udgifter forøget af nogle midlertidige forhold i disse år. Erstatningerne til minkavlerne og tilbagebetaling af ejendomsskatter indebærer forhøjede udgifter. Også en del af udgifterne i Ukraine-fonden er placeret på denne post. Det høje niveau falder derfor noget tilbage frem mod 2030, da der ikke ventes nye midlertidige udgifter af en tilsvarende størrelse.

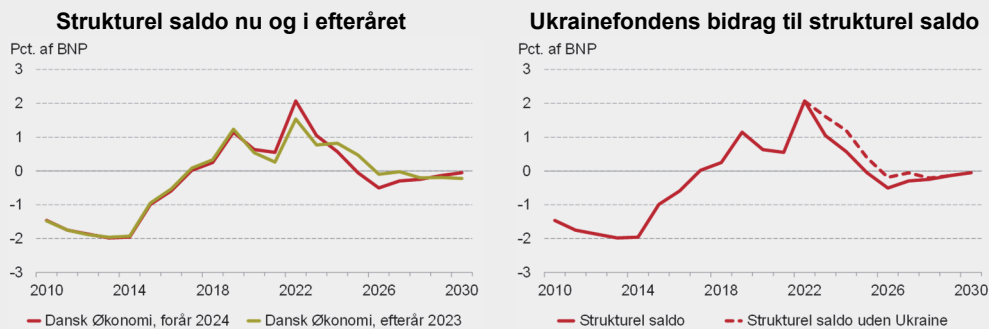
STRUKTUREL SALDO

Stort overskud i 2024, ...

Der skønnes i 2024 et overskud på den strukturelle saldo på lidt mere end ½ pct. af BNP, jf. figur II.22. I forbindelse med denne fremskrivning er overskuddet på den strukturelle saldo opjusteret i de seneste år. Det skyldes primært, at skønnet for den strukturelle beskæftigelse er opjusteret, jf. afsnit II.3.

FIGUR II.22 STRUKTUREL SALDO MOD 2030

Finanspolitiske lempelser svækker den strukturelle saldo de kommende år, mens gradvist ophør af Ukraine-fonden forbedrer den strukturelle saldo mod 2030.



Anm.: "Strukturel saldo uden Ukraine" i højre figur er den strukturelle saldo korrigeret for de militære udgifter i Ukraine-fonden.

Kilde: Dansk Økonomi, efterår 2023 og egne beregninger.

... men betydelig svækkelse mod 2026 pga. finanspolitik

For de kommende år er skønnet for den strukturelle saldo nedjusteret i forhold til vurderingen i efteråret, hvilket skyldes, at der er gennemført betydelige finanspolitiske initiativer i form af øgede forsvarsudgifter og støtte til Ukraine uden modgående finansiering. Den finanspolitiske lempelse medfører en større svækkelse af den strukturelle saldo, end det bidrag den højere strukturelle beskæftigelse har givet, jf. tabel II.4.

Budgetlovens mål overholdes mod 2030

De finanspolitiske lempelser har svækket den strukturelle saldo væsentligt frem mod 2027, men trods disse svækkelser er der fortsat afstand til grænsen for underskuddet på den strukturelle saldo i budgetloven, hvor der er tilladt et underskud på 1 pct. af BNP. Med den aktuelle fremskrivning vurderes det også, at regeringens målsætning om et underskud på den strukturelle saldo på ½ pct. af BNP i 2030 vil blive opfyldt. Forbedringen af den strukturelle saldo fra 2026 til 2030 skyldes primært en forudsætning om, at udgifterne til Ukraine bortfalder gradvist frem mod 2029.

TABEL II.4 STRUKTUREL SALDO MOD 2030

Den strukturelle saldo er nedjusteret i de kommende år, hvilket skyldes finanspolitiske lempelser. Modsat har en opjustering af skønnet for den strukturelle beskæftigelse medført en forbedring af den strukturelle saldo.

	2023	2024	2025	2026	2027	2030
	----- Pct. af BNP -----					
<i>Dansk Økonomi, forår 2024</i>	1,0	0,6	-0,1	-0,5	-0,3	-0,1
<i>Dansk Økonomi, efterår 2023</i>	0,8	0,8	0,5	-0,1	0,0	-0,2
Forskel	0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,3	0,2
Bidrag til forskel:						
Udgifter til forsvar	0,0	-0,3	-0,8	-0,6	-0,5	-0,3
- Udvidelse af Ukrainefond		-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	
- Danske forsvarsudgifter		-0,2	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3
Højere beskæftigelse	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Andet	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,1

Anm.: Udvidelse af Ukrainefond dækker over udvidelserne af Ukraine-fonden i november 2023 og april 2024. Højere danske forsvarsudgifter dækker over den aftalte forøgelse af forsvarsudgifterne i delaftale II om forsvarsforliget fra april 2024.

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

**Forsvarsudgifter
medfører permanent
svækkelse af
saldoen**

Siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* er det blevet aftalt at fremrykke stigningen i forsvarsudgifterne, hvilket svækker den offentlige saldo og den strukturelle saldo i de kommende år, jf. figur II.1. I nærværende fremskrivning indebærer løftet i forsvarsudgifterne, at den strukturelle saldo i 2030 ligeledes svækkes.

RÅDERUM FREM MOD 2030

**Råderummet er en
beregningsteknisk
størrelse**

Igennem de senere år har begrebet råderum udviklet sig til at være et af de centrale begreber i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Det er en opgørelse af, hvor mange midler, der er til nye finanspolitiske tiltag i form af f.eks. vækst i det offentlige forbrug, skattelettelser eller højere løn til offentligt ansatte. Det forudsættes i beregningen af råderummet, at regeringens målsætning om et strukturelt underskud på $\frac{1}{2}$ pct. af BNP i 2030 opnås uden, at der skal gennemføres nye initiativer. Teknisk beregnes råderummet som forskellen mellem regeringens saldomålsætning i 2030 på $-\frac{1}{2}$ pct. af BNP, og den saldo, der vil opstå i en hypotetisk situation, hvor der forudsættes nulvækst i det offentlige forbrug fra det seneste år, der er vedtaget en finanslov. Udgangsåret for beregningen af råderummet er altså aktuelt 2024. Det forudsættes samtidig, at de øvrige offentlige udgifter og de offentlige indtægter følger det samme forløb, som der er i denne fremskrivning. For en nærmere beskrivelse af råderummet se *Dansk Økonomi, efterår 2023*.

RÅDERUM

Råderummet beregnes af Finansministeriet som forskellen på regeringens mellemfristede målsætning om saldoen i 2030 og den saldo, der vil opstå i en hypotetisk situation, hvor det offentlige forbrug uden afskrivninger i reale termer holdes konstant fra 2024 til 2030, samtidigt med, at alle de øvrige offentlige udgifter og indtægter følger deres normale beregningstekniske forløb. Efterfølgende fremskriver Finansministeriet i deres mellemfristede fremskrivning det offentlige forbrug til 2030, så hele råderummet bliver placeret som vækst i det offentlige forbrug.

Råderummet opstår i Finansministeriets fremskrivning, da der er vækst i dansk økonomi. Det øger skattebetalingerne, mens det offentlige forbrug teknisk forudsættes at være konstant. Nulvækst i det offentlige forbrug vil indebære, at det offentlige forbrug vil falde som andel af BNP og forbruget pr. borger vil falde, da der ventes en stigning i befolkningen mod 2030.

Ændringer i fremskrivning øger råderum med 4 mia. kr., ...

Råderummet frem mod 2030 bliver påvirket af vurderingen af den realøkonomiske udvikling i perioden og finanspolitiske tiltag. Siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* er vurderingen af den strukturelle beskæftigelse opjusteret, hvilket blandt andet giver større skatteindtægter og derved har øget råderummet, jf. tabel II.5. I forbindelse med den aktuelle fremskrivning er niveauet for de offentlige investeringer blevet opjusteret i 2030, da blandt andet den højere strukturelle beskæftigelse har øget BNP og de offentlige investeringer beregnings-teknisk antages at følge BNP, jf. boks II.7. Det indebærer teknisk, at råderummet bliver reduceret, da råderummet viser den mulige vækst i det offentlige forbrug, mens vækst i de offentlige investeringer og andre udgifter ikke indgår i opgørelsen af råderummet. Derfor vil en opjustering i de offentlige investeringer reducere den mulige vækst i det offentlige forbrug og dermed råderummet, selvom den samlede udgiftsvækst er uændret. Samlet set er råderummet opjusteret med 4 mia. kr. til 68 mia. kr. afledt af nye forudsætninger i fremskrivningen.

... men der er besluttet nye tiltag for 12 mia. kr.

Siden efteråret er der besluttet flere finanspolitiske initiativer. De væsentligste initiativer er skatteaftalen fra december 2023, lønløft til offentligt ansatte og højere forsvarsudgifter i 2024. Skattereformen indebærer en nedsættelse af personskatterne frem mod 2030. Lønløftet til offentligt ansatte medfører en højere løn til udvalgte grupper af offentligt ansatte. Endeligt er forsvarsudgifterne øget i 2024 med 5 mia. kr., hvilket reducerer råderummet til at øge det offentlige forbrug i perioden fra 2025 til 2030. SU-aftalen og universitetsreformen skønnes omvendt at øge indtægterne i 2030 og dermed øge råderummet. Samlet set er der siden *Dansk Økonomi, efterår 2023* besluttet nye tiltag, som har udmøntet ca. 12 mia. kr. af råderummet frem mod 2030. Råderummet kan opgøres til 56 mia. kr., når der er taget højde for både ændringer i fremskrivningen og nye tiltag.

Råderum kan finansiere udgiftsvækst på 34 mia. kr. til forsvar og demografi ...

Der er allerede rykket forsvarsudgifter frem til 2024, hvilket har reduceret råderummet i forhold til skønnet i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Forsvarsforliget indebærer, at forsvarsudgifterne øges yderligere med knap 8 mia. kr. efter 2024 og frem til 2030, jf. figur II.23. Hertil kommer, at hvis det offentlige forbrug skal følge med den demografiske udvikling og velstandsudviklingen, vil det kræve en stigning i det offentlige forbrug på ca. 26 mia. kr. i 2024-priser fra 2024 til 2030. Det vil være en politisk prioritering, om det offentlige forbrug skal følge med demografien og velstanden. Disse to forhold reducerer samlet set råderummet fra 56 mia. kr. til 22 mia. kr. Det bemærkes, at der er tegn på, at fertiliteten aktuelt er lavere, end det er lagt til grund i denne fremskrivning. Et lavere antal børn vil isoleret set mindske det demografiske træk, da der bliver færre udgifter til vuggestuer og børnehaver frem mod 2030.

I det omfang det lavere antal fødsler medfører færre personer på barselsorlov, kan det øge antallet af arbejdede timer og derved øge råderummet.

... og 22 mia. kr. til øvrige initiativer

Efter der er anvendt midler til at hæve forsvarsudgifterne og eventuelt også at følge demografi- og velstandsudviklingen, er der et råderum tilbage på 22 mia. kr., hvis regeringens målsætning om et underskud på ½ pct. af BNP i 2030 skal realiseres. Disse midler kan anvendes til nye initiativer i form af f.eks. øget offentligt forbrug, højere indkomstoverførsler eller skattelettelser. Alternativt kan det vælges ikke at anvende råderummet fuldt ud, hvilket vil indebære en bedre saldo i 2030 end regeringens målsætning.

TABEL II.5 RÅDERUM MOD 2030

Råderummet er opjusteret som følge af ny vurdering af økonomien. Modsat har finanspolitikken anvendt en del af råderummet siden efteråret.

	Mia. kr. 2024-priser
Råderum i <i>Dansk Økonomi</i>, efterår 2023	64
Ændringer i fremskrivning	
Strukturel beskæftigelse	9
Større investeringer	-3
Andet	-1
Efter ændringer i fremskrivning	68
Større politiske tiltag	
Skattereform	-8
Fremrykede forsvarsudgifter	-5
Højere løn	-3
SU- og universitetsreformer	3
Råderum i <i>Dansk Økonomi</i>, forår 2024	56

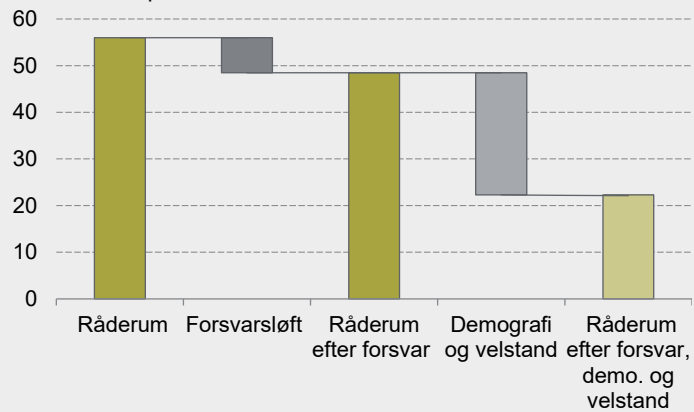
Anm.: Strukturel beskæftigelse dækker over opjustering af den strukturelle beskæftigelse, der ikke skyldes skatte-, SU- eller universitetsreform. Vurderingen af skattereformens bidrag til råderummet afviger fra beløbet nævnt i aftaleteksten, da der blandt andet er omregnet til 2024-priser og taget højde for, at der er en højere strukturel beskæftigelse i nærværende fremskrivning end lagt til grund af Finansministeriet i december 2023.

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

FIGUR II.23 ANVENDELSE AF RÅDERUM TIL 2030

Løft i forsvarsudgifter og vækst i offentligt forbrug svarende til demografi- og velstandsudvikling vil kræve 34 mia. kr. fra 2025 til 2030.

Mia. kr. 2024-priser



Kilde: Egne beregninger.

FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Finanspolitikken øger aktiviteten i 2024 og 2025

Den samlede vurdering af finanspolitikken er, at den er ekspansiv i 2024 og 2025. Samlet set vurderes finanspolitikken at øge aktiviteten med 0,8 pct.point i 2024 i forhold til 2023. Også i 2025 ventes der et positivt bidrag til aktiviteten i Danmark fra finanspolitikken, jf. tabel II.6. Det er primært væksten i det offentlige forbrug, der øger kapacitetspresset i år og næste år. Herudover giver tilbagebetaling af ejendoms-skatter efter de nye vurderinger en positiv finanseffekt i år, og en negativ finanseffekt næste år, da der ikke tilbagebetales lige så store beløb i 2025. Skattereformen giver et positivt bidrag til finanseffekten i 2025 fra lavere beskæftigelsesfradrag.

TABEL II.6 FINANSEFFEKT

Øgede offentligt forbrug til blandt andet forsvar øger aktiviteten i 2024 og 2025.

	2023		2024		2025
	E23	F24	E23	F24	F24
	-----		Pct.point		-----
Offentligt forbrug	-0,3	-0,2	0,2	0,6	0,5
Tilbagebetaling af ejendomsskatter	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2
Indkomstskatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Andet	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
Finanseffekt i alt	-0,2	-0,2	0,2	0,8	0,4
Kumuleret finanseffekt fra 2019	-0,1	-0,4	0,1	0,4	0,8

Anm.: E23 angiver fremskrivningen fra *Dansk Økonomi, efterår 2023*, mens F24 er nærværende fremskrivning fra *Dansk Økonomi, forår 2024*. Kumuleret finanseffekt er summen af de etårige finanseffekter fra 2019 og frem til det aktuelle år.

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

Finanseffekten er positiv trods offentlige overskud

Der ventes som ovenfor nævnt overskud på både den offentlige saldo og den strukturelle saldo i år, og balance på den strukturelle saldo næste år. Når finanseffekten alligevel vurderes som ekspansiv skal det ses i sammenhæng med, at det er ændringer i den strukturelle saldo, der giver et bidrag til aktiviteten i forhold til året før. Det sker, da ændringer i den strukturelle saldo kan skabes af finanspolitik som eksempelvis skattelettelser eller højere vækst i det offentlige forbrug. Derimod påvirker selve niveauet for den strukturelle saldo ikke aktiviteten, når det er konstant. I nærværende fremskrivning vurderes det, at den strukturelle saldo svækkes med ca. ½ pct. af BNP årligt fra 2023 til 2025. Det er dog ikke alle ændringer i den strukturelle saldo, der vil have en påvirkning af aktiviteten, da eksempelvis bidrag til Ukraine-fonden svækker den strukturelle saldo men ikke har nogen betydning for aktiviteten i Danmark.

FINANSEFFEKTEN

Finanseffekten angiver, hvor meget finanspolitikken bidrager til aktivitetspresset i økonomien i forhold til en situation, hvor finanspolitikken følger et neutralt forløb.

Der vil ikke være den samme finanseffekt af en udgift af samme størrelse på forskellige poster, da der er forskel på, hvor meget et tiltag bidrager til aktivitetspresset. Vækst i offentligt forbrug vil have den største påvirkning på aktiviteten, da der både er en aktivitetsvirkning når der ansættes flere offentligt ansatte og når disse begynder at bruge deres indkomst på privat forbrug. For en skattelettelse vil der kun være en aktivitetsvirkning som følge af en indkomstfremgang hos borgerne.

Mere ekspansiv finanspolitik i 2024 skyldes primært forsvar og ejendomsskatter, ...

Vurderingen af finanspolitikken er, at den samlet set er blevet mere ekspansiv, siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. I efteråret var vurderingen, at finanseffekten i 2024 ville øge kapacitetspresset med 0,2 pct. af BNP, mens det nu vurderes, at finanspolitikken øger kapacitetspresset med 0,8 pct. af BNP. De højere forsvarsudgifter kan forklare ca. 0,2 pct.point af opjusteringen. Derudover er tilbagebetalingen af ejendomsskatter blevet forsinket i forhold til det, der var lagt til grund i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Der blev tilbagebetalt færre ejendomsskatter i 2023 end lagt til grund i efteråret, hvilket har ført til, at tilbagebetalinger i 2024 er øget tilsvarende i nærværende fremskrivning. Det øger finanseffekten med ca. 0,2 pct. af BNP i 2024. Den resterende del af ændringen i vurderingen af finanseffekten skyldes mere tekniske forhold.

... men usikkerhed om aktivitetsvirkning af forsvarsudgifter

Forsvarsudgifterne er med *anden delaftale under forsvarsforliget 2024-33* fra april 2024 øget uden, at der er nogen finansiering af aftalen. Der er dog usikkerhed om aktivitetsvirkningen af de ekstra forsvarsudgifter, da det afhænger af, hvordan midlerne anvendes. Det er i nærværende fremskrivning forudsat, at forsvarsudgifter påvirker aktiviteten i Danmark på samme måde som andet offentligt forbrug. Med den forudsætning vurderes stigningen i forsvarsudgifterne med aftalen fra april at øge aktivitetspresset med omkring ¼ pct. af BNP i både 2024 og 2025 i forhold til skønnet i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Samlet set vurderes de højere forsvarsudgifter at øge kapacitetspresset i Danmark med knap ½ pct. af BNP i både 2024 og 2025, jf. boks II.8.

BOKS II.8 USIKKER FINANSEFFEKT AF FORSVARSUDGIFTERNE

Forsvarsforliget fra juni 2023 øgede forsvarsudgifterne frem mod 2033. Efterfølgende er forsvarsudgifter øget yderligere i forbindelse med *anden delaftale under forsvarsforliget 2024-33*. Med den nuværende økonomiske ramme øger forsvarsudgifterne særligt kapacitetspresset i Danmark i 2024 og 2025.

I forbindelse med denne prognose er det lagt til grund, at forsvarsudgifter, der indgår i det offentlige forbrug eller investeringer, påvirker kapacitetspresset i Danmark på linje med andre former for offentligt forbrug og investeringer. Det indebærer, at det vurderes, at de besluttede forsvarsudgifter vil øge kapacitetspresset i Danmark med knap ½ pct. af BNP i både 2024 og 2025, jf. tabel A.

TABEL A FINANSEFFEKT AF FORSVARSFORLIGET

	2024	2025
	----- Pct.point. -----	
Forsvarsforlig fra juni 2023	0,2	0,1
Anden delaftale fra april 2024	0,2	0,3
Forsvarsforlig i alt	0,4	0,4

Kilde: Forsvarsministeriet (2023, 2024), Danmarks Statistik, ADAM's databank samt egne beregninger.

Aktivitetsevirkningen afhænger af, hvordan midlerne anvendes i praksis. Det er aftalt, at en betydelig del af udgifterne skal anvendes til våbenkøb, men der er også midler til renovering af bygninger og flere værnepligtige. Den del af udgifterne, der anvendes i Danmark til indkøb hos danske producenter af udstyr, vil have en aktivitetsevirkning, der må ventes at svare til øvrige offentlige varekøb, mens renovering af bygninger vil have en aktivitetsevirkning, der svarer til offentlige bygningsinvesteringer. Endeligt kan en forøgelse af antallet af værnepligtige være med til at øge aktivitetsevirkningen i Danmark relativt meget, da de værnepligtige har en lav lønsum, så der vil blive anvendt relativt mange personer for en given lønudgift.

Når det gælder våbenkøb i udlandet, vil disse umiddelbart ikke have nogen nævneværdig aktivitetsevirkning i Danmark. For våbenkøb gælder det imidlertid, at det er muligt at kræve at sælgere af våben til Danmark skal lave modkøb i Danmark. Såfremt våbenindkøb kobles med krav om modkøb i Danmark, vil der være en aktivitetsevirkning i Danmark, der antageligt vil minde om aktivitetsevirkning ved offentlige varekøb i Danmark. I 2021 blev der indgået nye aftaler om industrisamarbejde (modkøb) på 1,9 mia. kr., mens der i 2022 blev indgået nye aftaler på 2,3 mia. kr. I gennemsnit har de udenlandske virksomheder ca. 10 år til at afvikle de indgåede aftaler, jf. Erhvervsstyrelsen (2024).

II.5

VURDERINGER OG ANBEFALINGER

Merchanting og processing udgør stadig stigende andel af økonomien

En stadig større andel af den danske eksport og værditilvækst udgøres af såkaldt merchanting og processing (M&P), hvor danskejede varer eksporteres fra et udenlandsk land til et andet, uden at varerne krydser den danske grænse. M&P-aktiviteterne er steget markant de seneste år og ventes også at give et betydeligt vækstbidrag de kommende par år. M&P vurderes at have bidraget med knap 1½ pct.point til BNP-væksten i 2023, som foreløbigt er opgjort til 1,9 pct. I år ventes bidraget fra M&P at blive omkring 1 pct.point. Udviklingen i M&P-aktiviteterne har dermed stor betydning for, hvor meget eksport og BNP stiger i de enkelte år, mens påvirkningen af den hjemlige konjunktursituation er væsentligt mindre. Det gælder ikke mindst vurderingen af presset på det danske arbejdsmarked, da M&P-aktiviteterne i høj grad beror på immateriel kapital og kun i begrænset omfang på fysiske danske produktionsressourcer. Dette understreger, at tilrettelæggelsen af finanspolitikken bør lægge større vægt på arbejdsmarkedsforhold end på output gap, jf. *Produktivitet, 2024*.

Udsigt til fortsat høj beskæftigelse

Efter en vis afdæmpning af efterspørgslen i 2022-23 – blandt andet som følge af høj inflation og højere renter – ventes fornyet fremgang i efterspørgslen de kommende år. Ekspansiv finanspolitik og gradvis lempelse af pengepolitikken vurderes desuden at bidrage til at øge efterspørgslen. Dette understøtter beskæftigelsen, som aktuelt skønnes at være knap 3 pct. over det skønnede strukturelle niveau, og som forventes at forblive høj de kommende år. Til næste år ventes beskæftigelsesgap reduceret lidt til ca. 2½ pct. Der er tale om en mere positiv vurdering af konjunktursituationen end i efteråret, hvor beskæftigelsesgap blev vurderet at blive ca. 2¼ pct. i 2024 og ca. 1¼ pct. i 2025, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2023*.

Fastlæggelse af strukturel beskæftigelse behæftet med usikkerhed

Den strukturelle beskæftigelse er opjusteret med lidt mere end 30.000 personer siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Opjusteringen skal ses i lyset af den fortsat stigende beskæftigelse de seneste år, jf. afsnit II.3. Beskæftigelsesstigningen har været større end ventet, og det er vanskeligt at afgøre præcist, hvor stor en del af stigningen der er vedvarende (dvs. strukturel) henholdsvis midlertidig (dvs. konjunktur). Eksempelvis peger andre arbejdsmarkedsindikatorer på et mindre pres på arbejdsmarkedet end det beregnede beskæftigelsesgap, mens det endnu er uklart, i hvilket omfang tilgangen af udenlandsk arbejdskraft er strukturelt betinget.

Højere strukturel beskæftigelse forbedrer strukturel saldo

Hvis den strukturelle beskæftigelse er højere (lavere) end vurderet, vil det implicere, at presset på arbejdsmarkedet skønnes at være mindre (større). Dette vil have betydning for vurderingen af en passende finanspolitik. Derudover har den strukturelle beskæftigelse betydning for skønnet for den strukturelle saldo. Er den strukturelle beskæftigelse lavere end vurderet, vil der samtidig være tale om en overvurdering af stillingen på de offentlige finanser. Er den strukturelle beskæftigelse derimod højere end vurderet, vil der være tale om en forbedring af den strukturelle saldo, herunder et større finanspolitisk råderum frem mod 2030.

Konjunkturdyksigterne tilsiger, at finanspolitikken bør strammes

I *Dansk Økonomi, efterår 2023* anbefalede formandskabet en stramning af finanspolitikken for 2024 i forhold til det planlagte. Den aktuelle vurdering tilsiger, at konjunktursituationen i 2024-25 er mere gunstig end lagt til grund i efteråret, idet der ventes en længere periode med højere beskæftigelse. Desuden er finanspolitikken blevet yderligere lempet i form af øgede forsvarsudgifter. Begge dele trækker i retning af, at en strammere finanspolitik vil være passende. Det er dog vanskeligt at kvantificere præcist, hvor meget finanspolitikken bør strammes på nuværende tidspunkt. Dette skal ses i lyset af usikkerheden knyttet til fastlæggelse af størrelsen af presset på arbejdsmarkedet. Der vurderes imidlertid at være tilstrækkelig sikkerhed om retningen, nemlig et behov for en strammere finanspolitik. Når finanspolitikken for 2025 skal udmøntes til sommerens kommune- og regionsforhandlinger samt med finanslovsforslaget i august, tilsiger konjunktursituationen dermed, at der bør lægges vægt på at opnå en mindre aktivitetsvirkning end lagt til grund for nærværende vurdering.

Uklar aktivitetsvirkning af øgede forsvarsudgifter

Den mere lempelige finanspolitik skyldes primært øget støtte til Ukraine og øgede forsvarsudgifter, jf. afsnit II.4. Førstnævnte forudsættes ikke at have aktivitetsvirkning i Danmark, mens aktivitetsvirkningen af øgede forsvarsudgifter endnu er uklar, idet aftalen ikke er konkret på den præcise fordeling af de foreslåede ekstraudgifter. I den ene yderlighed vil der være en høj aktivitetsvirkning, hvis pengene benyttes til flere ansatte og værnepligtige i forsvaret samt opførelse og renovering af kaserner mv., der trækker særligt meget på dansk arbejdskraft. I den anden yderlighed vil der være begrænset aktivitetsvirkning, hvis pengene går til indkøb af materiel i udlandet, uden krav om modkøb hos danske virksomheder. I nærværende beregninger er det lagt til grund, at de øgede forsvarsudgifter har en aktivitetsvirkning som gennemsnitligt offentligt forbrug. Det er politisk prioriteret at øge forsvarsudgifterne. I lyset af den nuværende konjunktursituation vurderes det at indebære en for ekspansiv finanspolitik, hvis der ikke planlægges modgående aktivitetsdæmpende initiativer i andre dele af økonomien.

Undgå modkøbsaftaler ved forsvarsudgifter

Hvis de øgede forsvarsudgifter anvendes til indkøb af våben og andet materiel i udlandet, vil de ikke have nogen nævneværdig aktivitetsevirkning i Danmark. I dette tilfælde vil der være tale om en strammere finanspolitik, end det der er lagt til grund for den aktuelle vurdering. Det er imidlertid tidligere set, at indkøb af forsvarsmateriel i udlandet ledsages af modkøbsaftaler. Sådanne modkøbsaftaler vil øge aktiviteten i Danmark og frarådes derfor i den nuværende konjunktursituation. Modkøbsaftaler kan desuden svække produktiviteten og frarådes derfor også mere generelt, jf. *Produktivitet 2024*. Andre muligheder for finanspolitisk opstramning kan være udskydelse af de aftalte skattelettelser, reduktion i de aftalte udgiftslofter eller en lavere offentlig investeringsramme.

Finanspolitiske mål ventes overholdt

Trods den mere lempelige finanspolitik vurderes de finanspolitiske målsætninger opfyldt, idet der fortsat er en sikkerhedsmargin til underskudsgrensene for den offentlige saldo og den strukturelle saldo. Den strukturelle saldo vurderes med den forudsatte politik at blive forværret med ca. 1¼ pct. af BNP fra 2019 til 2030 til et underskud på ca. 0,1 pct. af BNP i 2030. I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2023* er der tale om en lille forbedring af den strukturelle saldo i 2030. Dette skyldes en opjustering af den skønnede strukturelle beskæftigelse, som bidrager mere end nedjusteringen som følge af højere forsvarsudgifter.

Råderum reduceret pga. finanspolitiske initiativer

Opjusteringen af den strukturelle beskæftigelse indebærer isoleret set en opjustering af det finanspolitiske råderum i forhold til beregningen i *Dansk Økonomi, efterår 2023*. Samtidig er en del af råderummet dog anvendt i forbindelse med reformen af personskatter fra december og lønløft til udvalgte grupper af offentligt ansatte samt øgede forsvarsudgifter. De finanspolitiske initiativer har samlet set reduceret råderummet mere, end opjusteringen af den strukturelle beskæftigelse har øget det.

Usikkerhed tilsiger "vent og se" mht. udmøntning af råderummet

Selv efter forsvarsudgifterne øges permanent til 2 pct. af BNP, og der er besluttet skattelettelser de kommende år, er der stadig et råderum til vækst i det offentlige forbrug, nye skattelettelser eller andre lempelser frem mod 2030. Det er dog vigtigt at holde sig for øje, at det beregnede råderum bør behandles med varsomhed. Den forudsatte størrelse af den strukturelle beskæftigelse frem mod 2030 har væsentlig betydning for størrelsen af det beregnede finanspolitiske råderum, og som nævnt er der usikkerhed forbundet med fastlæggelsen af denne. På denne baggrund vurderes det hensigtsmæssigt at afvente yderligere udmøntning af råderummet foreløbigt.

LITTERATUR

Barbiero, O. og D. Patki (2023): Have US Households Depleted All the Excess Savings They Accumulated during the Pandemic? Federal Reserve Bank of Boston Research Paper Series. Current Policy Perspectives Paper, (97263).

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

Benigno, P. og G.B. Eggertsson (2024): The Slanted-L Phillips Curve. Arbejdspapir.

Beskæftigelsesministeriet (2024): *Status på arbejdsmarkedet – Tema om unge uden uddannelse eller beskæftigelse.*

Brand, C., N. Lisack og F. Mazelis (2024): Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update. ECB Economic Bulletin, 2024(1).

Danmarks Statistik (2021): *Erhvervsdrivende fonde i Danmark.* DST analyse.

Danmarks Statistik (2024a): Høj BNP-vækst på 2,0 pct. i fjerde kvartal. Nyt fra Danmarks Statistik (42). Februar 2024.

Danmarks Statistik (2024b): Hovedrevision – hvad og hvorfor? April 2024.

De Økonomiske Råds formandskab (2022): *Økonomi og Miljø, 2022.*

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

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

De Økonomiske Råds formandskab (2024): *Produktivitet, 2024.*

De Økonomiske Råds formandskab (2024): *Produktivitet, 2022.*

ECB (2024a): Update on economic financial and monetary developments. ECB Economic Bulletin, 2024(1).

ECB (2024b): *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*. Marts 2024.

ECB (2024c): How have unit profits contributed to the recent strengthening of euro area domestic price pressures? *ECB Economic Bulletin*, 2023(4).

Erhvervsministeriet (2024): Årlig status for industrisamarbejde med udenlandske leverandører til Forsvaret for 2021 og 2022 samt industripartnerskabet for forsvarsrelateret eksport til USA. Januar 2024.

Federal Reserve Bank of New York (2024): *Measuring the Natural Rate of interest*. Maj 2024.

Forsvarsministeriet (2023): *Vilje og evne til at tage ansvar*. Juni 2023,

Forsvarsministeriet (2024): *Anden delaftale under forsvarsforliget 2024-2033*. April 2024.

Gitti, G. (2024): *Nonlinearities in the Regional Phillips Curve with Labor Market Tightness*. Arbejdsrapport.

Gopinath, G., P. Gourinchas, A. Presbitero og P. Topalova (2024): *Changing Global Linkages: A New Cold War?* IMF working paper WP/24/76.

Grinderslev og Smidt (2023): *SMEC 2023*.

Gökten, M., P. Heimberger og A. Lichtenberger (2024): *How far from full employment? The European unemployment problem revisited*. *European Economic Review*, 104725.

Hansen, N.J., F. Toscani og J. Zhou (2023): *Euro area inflation after the pandemic and energy shock: Import prices, profits and wages*. IMF Working Paper No. 2023/131.

IMF (2023): *World Economic Outlook: A rocky recovery*. The natural rate of interest: drivers and implications for policy. April 2023.

IMF (2024a): *World Economic Outlook – Steady but Slow*. Resilience amid Divergence. April 2024.

IMF (2024b): *Fiscal Monitor – Fiscal Policy in the Great Election Year*. April 2024.

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

Michaillat, P. og E. Saez (2024): Moen Meets Rotemberg: An Earthly Model of the Divine Coincidence. Arbejdsrapport.

Nationalbanken (2024): *Udsigter for dansk økonomi*, marts 2024.

Ochsner, C., E. Thiel og C. Zuber. (2024): Demographic aging and long-run economic growth in Germany. Arbejdsrapport.

OECD (2023): International Migration Outlook 2023. 47th edition.

OECD (2024): OECD Economic Outlook, 2024(1). Preliminary version, No. 115, OECD Publishing, Paris, Maj 2024.

