De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Dansk Økonomi, efterår 2021

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Aktiviteten i dansk økonomi er vendt hurtigt tilbage efter tilbageslaget i forbindelse med pandemien. Fremgangen varierer på tværs af brancher, og der er fortsat forskel på, hvor høj aktiviteten er i de enkelte brancher i forhold til situationen forud for pandemien. Aktivitetsfremgangen indebærer, at dansk økonomi forventes at bevæge sig tilbage i den begyndende højkonjunktur, der var forud for pandemien. BNP ventes at stige ca. 4 pct. i år, og beskæftigelsesgap udvides fra ¾ pct. i 2019 til ca. 1¾ pct. i 2022.

Den forventede udvidelse af beskæftigelsesgap fra 2019 til 2022 taler isoleret set for, at finanspolitikken bør være strammere i 2022 end i 2019. Finanspolitikken vurderes at være lempet med ca. ½ pct. fra 2019 til 2022. Det anbefales derfor at stramme finanspolitikken i forhold til det planlagte for 2022, så aktivitetsvirkningen bevæger sig mere i retning af at være neutral for væksten.

Aktiviteten på boligmarkedet viser tegn på at være afdæmpet. Der vurderes ikke at være et akut behov for indgreb på boligmarkedet.

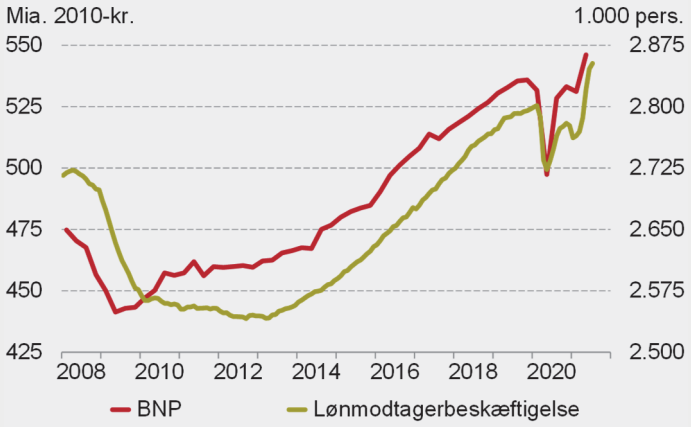
II.1 INDLEDNING

Dansk økonomi tilbage over niveauet før corona

Dansk økonomi er kommet hurtigt tilbage oven på tilbageslaget i forbindelse med coronapandemien. BNP nåede i andet kvartal i år næsten 2 pct. op over niveauet fra slutningen af 2019, og lønmodtagerbeskæftigelsen lå i juli 51.000 personer over niveauet fra februar 2020, jf. figur II.1. Genopretningen i kølvandet på pandemien er gået hurtigere i Danmark end i en række andre lande, og aktiviteten hos de fleste af vores vigtige samhandelspartnere ligger fortsat under niveauet umiddelbart før pandemien. Det skal ses i sammenhæng med, at tilbageslaget i dansk økonomi i 2020 var mindre end i de fleste andre lande.

FIGUR II.1 BNP OG BESKÆFTIGELSE

BNP nåede i andet kvartal op på niveauet før pandemien, og beskæftigelsen lå i juli 51.000 personer over niveauet i februar 2020.



Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2021 for BNP og juli 2021 for lønmodtagerbeskæftigelsen.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Hurtigt tilbage i højkonjunktur

Aktiviteten er vendt lidt hurtigere tilbage end vurderet i *Dansk Økonomi, forår 2021*, og siden sommer har der været tegn på et stigende kapacitetspres. Fremgangen varierer på tværs af brancher, og der er fortsat forskel på, hvor høj aktiviteten er i de enkelte brancher i forhold til situationen forud for pandemien. Aktivitetsfremgangen indebærer, at dansk økonomi ventes at bevæge sig tilbage i den begyndende højkonjunktur, der var forud for pandemien. BNP ventes at vokse ca. 4

pct. i år, mens beskæftigelsen skønnes at stige godt 60.000 personer, i høj grad som følge af den markante beskæftigelsesfremgang i første halvår.[1] Udviklingen indebærer, at både beskæftigelse og BNP som årsgennemsnit ventes at ligge over de skønnede, strukturelle niveauer i år, og næste år ventes et positivt beskæftigelsesgap på ca. 1¾ pct., jf. tabel II.1. Det svarer omtrent til det pres på arbejdsmarkedet, der var i 2006, lige inden højkonjunkturen for alvor toppede.

TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

	2019	2020	2021	2022	2025 a)	2030 a)
BNP (realvækst i pct.)	2,1	-2,1	3,9	3,6	1,1	1,4
Beskæftigelsesgap (pct.)	0,7	-0,6	1,0	1,8	0,0	0,0
Nettoledighed	86	120	99	70	95	97
Offentlig saldo (pct. af BNP)	4,1	-0,3	-2,1	0,8	0,1	-0,2
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,2	-0,2
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	2,2	-4,1	4,9	4,4	1,6	1,7
10-årig dansk statsobligation (pct.)	-0,2	-0,4	-0,1	0,1	0,6	1,1

a) De sidste to søjler viser niveauet i 2025 hhv. 2030 for beskæftigelsesgap, nettoledighed, offentlig og strukturel saldo samt rente. For BNP i Danmark og udlandet vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2022 til 2025 hhv. fra 2025 til 2030.

Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode, og der er ikke korrigeret for covid-19-relaterede engangsforhold.

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

Udviklingen i udlandet trækker i retning af gradvist mere afdæmpet aktivitet

Højkonjunkturen i dansk økonomi ventes at toppe i 2022, hvorefter det lægges til grund, at aktiviteten gradvist normaliseres frem mod 2025. Det skal blandt andet ses med baggrund i, at efterspørgselstrækket fra udlandet forventes at toppe i 2022, hvorefter en normalisering af finans- og pengepolitikken bidrager til at dæmpe væksten hos vores aftagerlande. Fra 2025-30 forudsættes det beregningsteknisk, at økonomien befinder sig i en omtrent neutral konjunktursituation med en vækst på ca. 1½ pct. pr. år.

1) Prognosen er baseret på data til og med 22. september 2021. Det indebærer, at prognosen bygger på den første offentliggørelse af nationalregnskabet for 2. kvartal 2021 fra 31. august 2021 og de reviderede årsniveauer for 2018-20 fra 30. juni 2021.

Udsigt til overskud på den offentlige saldo de kommende år, …

Efter to år med en meget lempelig finanspolitik og underskud på den offentlige saldo er der med finanslovsforslaget for næste år udsigt til en opstramning af finanspolitikken og overskud på den offentlige saldo. Den planlagte finanspolitik i 2022 indebærer umiddelbart en betydelig opstramning i forhold til 2021. Det skal dog ses i lyset af, at der tilbagerulles en række midlertidige tiltag, der har været foretaget i forbindelse med håndteringen af covid-19. Ses der bort fra disse midlertidige tiltag, er der kun en lille negativ aktivitetseffekt af forslaget til finanslov. Finanspolitikken vurderes at være lempet med ca. ½ pct. fra 2019 til 2022.

… men lille underskud på den strukturelle saldo i 2030

Den planlagte finanspolitik indebærer, at den strukturelle saldo ventes at blive forbedret fra et stort underskud i 2020 og 2021 til omtrent balance i 2022. Sammenlignet med 2019 er der imidlertid sket en lempelse, da den strukturelle saldo er svækket fra et overskud på 0,3 pct. af BNP til nu omtrent balance. Frem mod 2025 forbedres den strukturelle saldo igen til et lille overskud, hvorefter den demografiske modvind svækker saldoen frem mod 2030, hvor der ventes et underskud på omkring ¼ pct. af BNP.

Presset på arbejdsmarkedet er steget

Genåbningen henover foråret og sommeren samt den høje efterspørgsel har givet et stort behov i virksomhederne for at øge kapaciteten og rekruttere nye medarbejdere. Det har resulteret i, at mange virksomheder melder om udbredte kapacitetsbegrænsninger på grund af mangel på arbejdskraft. Den højere konkurrence om arbejdskraften har allerede givet udslag i en tiltagende lønstigningstakt. Dette gælder særligt i byggeriet, men tendensen ses også i både industrien og serviceerhvervene. Inflationen er ligeledes tiltaget, men endnu kun i begrænset omfang.

Hovedscenariet er en "blød landing", …

Presset på arbejdsmarkedet vil formentlig fastholdes og måske udbygges de kommende kvartaler, men en del af det nuværende kapacitetspres skønnes at være af midlertidig karakter. Det skal ses i lyset af, at mange virksomheder efter genåbningen har haft behov for medarbejdere på samme tid, samt at test-og vaccineindsatsen har beskæftiget mange personer. Presset ventes at aftage gradvist fra 2022 og forudsættes kun at føre til en moderat stigning i lønstigningstakten. Prognosen indebærer dermed en såkaldt blød landing for dansk økonomi de kommende år, idet det lægges til grund, at der ikke opbygges væsentlige ubalancer, hverken på arbejdsmarkedet, på boligmarkedet eller i den finansielle sektor.

… men situationen kan hurtigt vende

Det er dog tidligere set, at situationen hurtigt kan vende. Der er et stort, opsparet forbrugspotentiale i form af høj opsparing, og forbrugskvoten er relativt lav. Hvis dette omsættes til højere forbrug og/eller højere

boliginvesteringer end lagt til grund for prognosen, kan det give anledning til større fremgang end ventet og dermed endnu større pres på arbejdsmarkedet. Perioder med høj fart på økonomien risikerer at opbygge ubalancer, som kan gøre en efterfølgende nedtur længere end nødvendigt. Kraftigere fremgang end ventet risikerer også at skubbe yderligere til boligmarkedet. Aktiviteten på boligmarkedet er dæmpet siden foråret, men prisniveauet er fortsat højt.

Pandemien forudsættes at have begrænset økonomisk effekt

Dansk økonomi er kommet godt gennem pandemien, og ca. ¾ af befolkningen er nu vaccineret. Det har bidraget til, at der aktuelt er et lavt antal indlagte med covid-19. Det lægges til grund for prognosen, at sygdommen fortsat vil være i omløb i et vist omfang, men at det ikke påvirker den økonomiske aktivitet i væsentlig grad. Derudover forudsættes det, at antallet af indlagte med covid-19 og andre luftvejssygdomme ikke stiger til et så højt niveau i løbet af vinteren 2021-22, at der opstår et alvorligt kapacitetspres i det danske sundhedsvæsen. I forlængelse heraf lægges det til grund, at der ikke vil ske nye nationale nedlukninger. Disse forudsætninger er i overensstemmelse med det grønne og gule scenarie i rapporten *Hverdag med øget beredskab* af ekspertgruppen om en langsigtet strategi for et genåbnet Danmark, jf. Andersen mfl. (2021).

Fortsat risici knyttet til coronasituationen

Den begrænsede makroøkonomiske betydning af pandemien i prognosen skal ses i lyset af, at vaccinedækningen i både Danmark og vores nærmeste samhandelspartnere er relativ høj. I store dele af verden går vaccineudrulningen dog langsomt. Det giver en bekymring i de enkelte lande, men udgør også en global risikofaktor. Pandemien udgør på den baggrund fortsat en betydelig nedadrettet risiko for den globale økonomi. En markant ændring i det globale sygdomsbillede øger også risikoen for, at smittebilledet forværres i Danmark med deraf følgende økonomiske konsekvenser.

Kapitlets indhold

Kapitlet indledes i afsnit II.2 med en status på coronapandemien med fokus på vaccineudrulning og deltavarianten samt en beskrivelse af de forudsætninger om pandemien, der ligger til grund for prognosen i kapitlet. I afsnit II.3 præsenteres det aktuelle konjunkturbillede og prognosen for dansk økonomi i 2021-22. Afsnit II.4 fokuserer på den seneste udvikling på boligmarkedet, og afsnit II.5 præsenterer udsigterne for international økonomi og finansielle forhold. Afsnit II.6 giver en oversigt over udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2025. I afsnit II.7 præsenteres en mellemfristet fremskrivning af dansk økonomi frem mod 2030, og fremskrivningen sammenlignes med Finansministeriets seneste fremskrivning. Endelig indeholder afsnit II.8 vurderinger af den økonomiske politik knyttet til konjunktursituationen.

II.2 STATUS PÅ COVID-19-PANDEMIEN OG VACCINATIONER

Afsnittets indhold

Covid-19-pandemien præger fortsat verdensøkonomien, og der er udbredt smitte i store dele af verden. I dette afsnit gives en status på covid-19-pandemien i såvel Danmark som udlandet. Afsnittet har særligt fokus på den globale vaccineudrulning og deltavarianten.

Store forskelle i smitteudbredelse på tværs af verdensdele

Smitteudbredelsen varierer betydeligt, både på tværs af verdensdele og indenfor de enkelte regioner. Udviklingen i antallet af nysmittede indikerer, at smitteudbredelsen er stabiliseret på et relativt højt niveau i Europa og Nordamerika, mens den er tiltagende i Oceanien, jf. figur II.2. Der er stor forskel på smitteudbredelsen internt i Europa. Smitteniveauet er i øjeblikket på et lavt niveau i blandt andet Danmark, Sverige, Tyskland og Polen, mens smitteudbredelsen er på et højt niveau i særligt Storbritannien og USA.[2] I Sydamerika er antallet af nysmittede faldet til det laveste niveau siden maj 2020. Der er tegn på, at smittetallet i Asien har stabiliseret sig på et lavere niveau efter en stigende smitteudbredelse i særligt Sydøstasien.

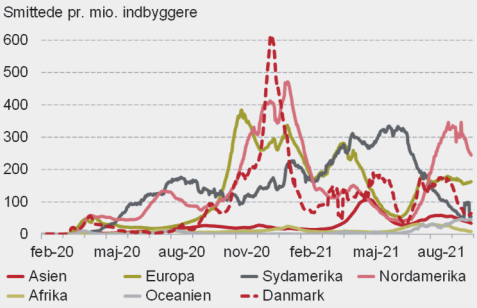
Stigende smitte udfordrer smittebekæmpelsesstrategier i Australien og New Zealand

Der har hidtil været meget få smittetilfælde i Oceanien, hvor de to største lande Australien og New Zealand har været relativt ambitiøse i forhold til at holde smitten nede. Dette er i løbet af sommeren blevet udfordret af stigende smittetal blandt andet som følge af udbredelsen af den mere smitsomme deltavariant. Det har medført, at Australien er gået over til en strategi med fokus på at begrænse antallet af hospitalsindlæggelser, mens New Zealand indførte en hård, landsdækkende nedlukning i midten af august. De opgjorte smittetal i både Asien og Oceanien er dog fortsat på et lavt niveau sammenlignet med Europa og Nordamerika. Dette kan imidlertid til dels skyldes forskelle i testomfanget.

2) Frankrig og Norge har haft en smittebølge, der toppede i august hhv. begyndelsen af september, men igennem september har smittetallene i begge lande været faldende. Figurer, der viser udviklingen i antal nysmittede og antal indlagte for Danmarks primære aftagerlande er præsenteret i *Dansk Økonomi, efterår 2021 – Baggrundsnotat til konjunkturvurdering.*

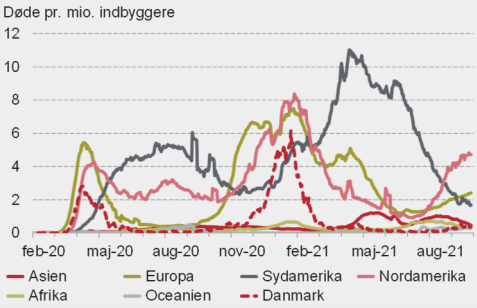
FIGUR II.2 ANTAL NYSMITTEDE, VERDENSDELE

Der er betydelig heterogenitet i antallet af nysmittede mellem verdensdele.



FIGUR II.3 ANTAL DØDSFALD, VERDENSDELE

Antal dødsfald med coronavirus er tiltagende i Nordamerika.



Anm.: Syv dages glidende gennemsnit af antal nysmittede målt ved antal positive test henholdsvis antal nye dødsfald med coronavirus. Antal nysmittede kan ikke sammenlignes direkte på tværs af lande eller over tid, da teststrategien og -omfanget varierer. Seneste observation er 27. september 2021.

Kilde: Our World In Data.

Stigning i antal dødsfald i Nordamerika

En ulempe ved at anvende antal nysmittede som mål for smitteudbredelsen er, at målet er følsomt overfor forskelle i testomfang over tid og på tværs af lande. I nogle områder, eksempelvis Europa, er de stigende smittetal de seneste måneder ikke blevet fulgt af en tilsvarende stigning i antallet af dødsfald med coronavirus, mens antallet af dødsfald med coronavirus er steget i takt med smittetallene i Nordamerika, jf. figur II.3. Det skal dog også ses i sammenhæng med udrulningen af vacciner, jf. senere i afsnittet. Antallet af registrerede dødsfald i Asien, Afrika og Oceanien ligger fortsat lavt sammenlignet med de andre kontinenter.

BETYDELIGE FORSKELLE I VACCINEUDRULNINGEN

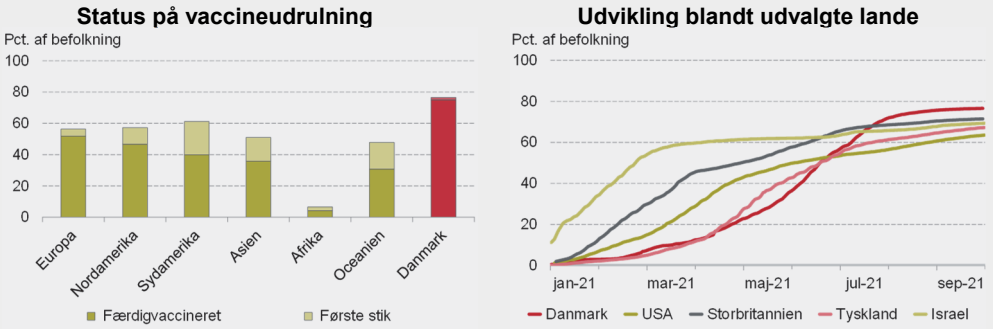
Vaccineudrulningen i Europa har overhalet USA

Mange lande begyndte at tilbyde deres borgere vacciner i slutningen af 2020 eller i begyndelsen af 2021. Der er dog fortsat stor forskel på, hvor langt de enkelte lande er kommet med vaccineudrulningen, jf. figur II.4. Samlet set har ca. 44 pct. af verdens befolkning modtaget et vaccinestik, mens 32 pct. er færdigvaccinerede. I Europa og Nordamerika har mere end halvdelen af befolkningen fået mindst et stik, mens dette gør sig gældende for ca. en tredjedel af befolkningen i Asien og Oceanien og kun ca. 5 pct. i Afrika. I lavindkomstlande er det kun ca.

2½ pct. af befolkningen, der har modtaget mindst et stik. Siden maj 2021 er hastigheden på vaccineudrulningen tiltaget i Europa, og pr. ultimo august har lande som Norge, Danmark og Holland vaccineret en højere andel af befolkningen end både USA og Israel, hvor vaccineudrulningen i højere grad er stagneret. Der er dog begyndende tegn på, at flere igen lader sig vaccinere i begge lande. Det skal formentligt ses i lyset af, at deltavarianten har medført en stigende smitteudbredelse og flere indlæggelser i begge lande.

FIGUR II.4 VACCINEUDRULNING

Der er store forskelle i vaccineudrulningen på tværs af verdensdele og lande.



Anm.: Figurerne viser andelen af den samlede befolkning, der er blevet vaccineret, dvs. inkl. børn under 12 år, selvom disse aktuelt ikke er inkluderet i vaccinationsprogrammerne. Vaccineudrulningen vil derfor være fuldendt ved en lavere andel end 100 pct. Seneste observation er 26.-27. september 2021.

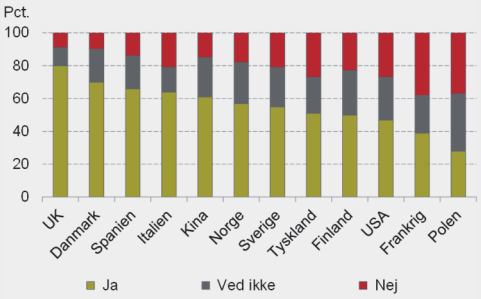
Kilde: Our World In Data.

Stor forskel på vaccinations-tilslutning

En fortsat udrulning af covid-19-vacciner er betinget af, at de personer, der får tilbudt en vaccine, også ønsker at tage imod den. Besvarelser fra en international spørgeskemaundersøgelse viser, at befolkningen i Storbritannien og Danmark er blandt dem, der er mindst skeptiske overfor at lade sig vaccinere. Her svarer kun ca. 10 pct. nej til, at de vil modtage en vaccine imod covid-19, når de får den tilbudt, jf. figur II.5. I Frankrig og Polen angiver op imod 40 pct., at de ikke ønsker at tage imod en vaccine. Siden december 2020 har der ikke været tegn på en betydelig udvikling i andelen, der ønsker at blive vaccineret, jf. figur II.6. For Danmark og USA stemmer undersøgelserne overens med den andel, der faktisk har ladet sig vaccinere. Derimod er det en højere andel af befolkningen i Tyskland og Frankrig, der er vaccineret, mens andelen er lidt lavere i Storbritannien end forventet ud fra spørgeskemaundersøgelserne.

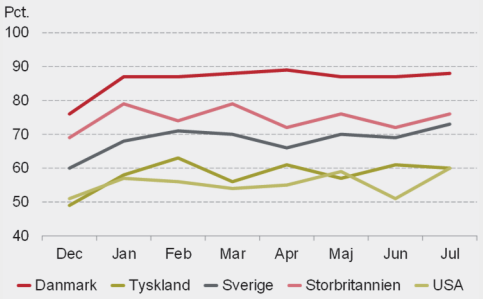
FIGUR II.5 ANDEL, DER ØNSKER AT BLIVE VACCINERET

Der er stor forskel på vaccinetilslutningen mellem landene.



FIGUR II.6 UDVIKLINGEN I VACCINE-TILSLUTNING

Andelen, der ønsker at blive vaccineret er stabilt høj i Danmark.



Anm.: Figuren til venstre angiver besvarelser på spørgsmålet: "*If and when a Coronavirus (COVID-19) vaccine becomes available, will you get vaccinated?*" Besvarelserne er indsamlet i perioden fra 17. november 2020 til 10. januar 2021, jf. YouGov (2021). Figuren til højre er fra en anden undersøgelse og viser udviklingen i de nationale andele, der svarede "Helt enig" eller "Delvist" enig til følgende spørgsmål: "*Jeg vil følge sundhedsmyndighedernes råd, hvis de anbefaler folk som mig at få en godkendt vaccine mod coronavirus*".

Kilde: YouGov (2021) (venstre) og Petersen og Roepstorff (2021) (højre).

Fokus på nye og mere smitsomme virusvarianter

I løbet af 2021 har der været et øget fokus på nye varianter af coronavirus, der har udkonkurreret de eksisterende varianter.[3] Eksempelvis er det nu deltavarianten, der udgør langt størstedelen af de positive coronaprøver i Danmark. Andelen af nysmittede med deltavarianten steg fra under 1 pct. i uge 22 til at udgøre næsten alle smittetilfælde fra uge 33.[4] Deltavarianten er blandt andet karakteriseret ved at være mere smitsom end nogle af de varianter, der tidligere har været dominerende. Dette har blandt andet som konsekvens, at det reelt ikke læn-

3) Når en person bliver smittet med virus, vil denne anvende personens celler til at kopiere sig selv i løbet af få timer. Denne proces giver særligt for RNA-virus mulighed for "fejl" i den forstand, at en kopi af virus kan være en lille smule forskellig fra den oprindelige virus. Dette kan over tid resultere i, at virus muterer. Disse ændringer sker som følge af kopiprocessen, og virus kan ikke selv styre, hvilke ændringer der sker.

4) 2.076 ud af i alt 2.082 smittede personer med genomdata var smittet med deltavarianten i uge 33, jf. SSI (2021a).

gere er muligt at opnå flokimmunitet alene via vaccinationer, jf. Andersen mfl. (2021).[5] Endvidere bliver det vanskeligere at mindske smitteudbredelsen igennem eksempelvis kontaktopsporing, ligesom det kan øge presset på sundhedsvæsenet og resultere i flere dødsfald.

Deltavariant kan føre til mere alvorlige sygdomsforløb, men tegn på, at vacciner beskytter imod disse

Der er desuden indikationer på, at deltavarianten fører til mere alvorlig sygdom blandt uvaccinerede, men studier for såvel Danmark som andre lande tyder på, at de anvendte vacciner til gengæld er relativt effektive i forhold til at beskytte imod alvorlig sygdom, jf. boks II.1. Der er imidlertid uklarhed om, i hvor høj grad det er muligt at blive smittet og smitte andre med deltavarianten efter naturlig infektion og vaccination (kaldet en gennembrudsinfektion). SSI har i august oplyst, at der er fundet et lavt, men dog stigende antal gennembrudsinfektioner svarende til 0,12 pct. af de fuldt vaccinerede i begyndelsen af august og 0,23 pct. i begyndelsen af september, jf. SSI (2021b).

Udbredelse af deltavariant …

Udviklingen i smittetal, indlæggelser og dødsfald afspejler derfor kombinationen af flere forskellige forhold. Blandt andet trækker udbredelsen af den mere smitsomme deltavariant i retning af såvel højere smittetal som flere alvorlige sygdomstilfælde (både absolut og som andel af antal smittede). Det er formentlig den primære forklaring på, at både smittetal og antallet af nyindlæggelser i Danmark har været væsentligt højere i løbet af sommeren og sensommeren 2021 end på det tilsvarende tidspunkt i 2020. I Danmark og flere andre lande er der desuden sket en opblødning af de smittebegrænsende restriktioner henover sommeren. Det må ligeledes forventes at trække i retning af højere smittetal.

… og udrulning af vacciner trækker i hver sin retning

I den modsatte retning trækker hovedsageligt, at udbredelsen af vacciner reducerer risikoen for alvorlige sygdomstilfælde markant og i høj grad også begrænser smitten. Vaccinationerne bidrog eksempelvis til, at sammenhængen mellem smitte og efterfølgende indlæggelse på hospitalerne blev svækket i en periode henover foråret og sommeren i år, jf. Andersen mfl. (2021). Udrulningen af vaccinerne har desuden bidraget til en ændret alderssammensætning blandt de indlagte, fordi det henover sommeren i højere grad har været unge, uvaccinerede personer, der er blevet indlagt, jf. Sundhedsstyrelsen (2021).

5) *Flokimmunitet* beskriver en situation, hvor antallet af personer, der er immune overfor virus (enten som følge af vaccination eller som følge af tidligere smitte), har nået et så højt niveau, at epidemien af sig selv dør ud over tid, selv i fravær af smittebegrænsende tiltag. Det svarer til, at det effektive kontakttal ville være mindre end en i en situation uden restriktioner.

BOKS II.1 DELTAVARIANTEN

I løbet af 2021 er deltavarianten blevet den dominerende variant i Danmark og i en række andre lande. Der er flere forhold ved deltavarianten, der har vakt bekymring.

For det første er deltavarianten væsentligt mere smitsom end flere af de andre varianter. Et metastudie har eksempelvis fundet et basalt kontakttal for deltavarianten på omtrent 5, jf. Liu og Rocklöv (2021). Det amerikanske center for infektionsforebyggelse og folkesundhed (CDC) har peget på, at det basale kontakttal formentlig er mellem 6 og 9, jf. Andersen mfl. (2021). Til sammenligning var det basale kontakttal på omtrent 2 for den oprindelige udgave af SARS-CoV-2. At deltavarianten er mere smitsom understøttes af en kinesisk undersøgelse, der har sammenlignet coronaprøver fra 63 smittede med deltavarianten med coronaprøver fra 62 smittede med den oprindelige virusvariant fra foråret 2020, jf. Li mfl. (2021). I studiet konkluderes det, at smittede med deltavarianten testes positive i gennemsnit 3,7 dage efter at have været udsat for smitte (mod 6 dage for den oprindelige virusvariant), og at mængden af virus på denne dag var ca. 1.000 gange højere.

For det andet tyder flere studier på, at deltavarianten i højere grad fører til alvorlige sygdomsforløb blandt uvaccinerede sammenlignet med flere af de andre varianter, jf. CDC (2021). Flere resultater peger dog i retning af, at vaccinerede er relativt godt beskyttede imod sygdom ved smitte med deltavarianten. Et studie for Storbritannien tyder således på, at to vaccinestik giver en effektiv beskyttelse mod symptomatisk sygdom (88 pct. for Pfizer-BioNTech og 60 pct. for AstraZeneca), ligesom to vaccinestik ser ud til at være særdeles effektivt i forhold til at modvirke sydom, der er så alvorlig, at det fører til hospitalsindlæggelser, jf. Public Health England (2021) og Bernal mfl. (2021). Dette understøttes også af et studie fra Singapore, der finder, at sandsynligheden for alvorlig sygdom (defineret som behov for iltbehandling) efter infektion med deltavarianten falder markant ved gennembrudsinfektion sammenlignet med infektion blandt personer, der ikke var vaccineret, men derimod yngre, jf. Chia mfl. (2021).[a)] Studiet fandt også, at virusmængden efter infektion faldt hurtigere for færdigvaccinerede. Statens Serum Institut har ligeledes fundet, at vaccinernes beskyttelse imod alvorlig sygdom ikke er mindsket betydeligt, efter deltavarianten blev den dominerende variant, jf. SSI (2021b).

Det er mere uklart, i hvor høj grad de anvendte vacciner og tidligere smitte beskytter imod smitte med deltavarianten. Et studie af Statens Serum Institut baseret på data for perioden fra 1. marts til 3. august 2021, hvor deltavarianten blev den dominerende i Danmark, tyder på, at beskyttelsen fra vaccinerne fra Pfizer og Moderna imod infektion med deltavarianten fortsat er betydelig (79 pct. henholdsvis 88 pct.), jf. SSI (2021b). Der er imidlertid flere udenlandske studier, der peger i en anden retning. Et studie for USA finder eksempelvis, at effektiviteten af Pfizer-vaccinen blev reduceret fra 76 pct. til 42 pct. i takt med, at deltavarianten blev den dominerende variant. Effektiviteten af Moderna aftog over samme periode fra 86 pct. til 76 pct., jf. Puranik mfl. (2021).

a) Medianalderen blandt personer med gennembrudsvaccination var højere (56 år) end blandt de uvaccinerede personer (39½ år).

BOKS II.1 DELTAVARIANTEN, FORTSAT

Et CDC-studie blandt frontpersonale tyder ligeledes på, at effektiviteten af Pfizer og Moderna-vaccinerne er faldet fra 91 pct. til 66 pct. fra december 2020 til august 2021, jf. Fowlkes (2021). Et amerikansk studie har endvidere fundet, at beskyttelsen imod infektion på plejehjem faldt fra 74,7 pct. i perioden marts-maj 2021 til 53,1 pct. i perioden juni-juli 2021, hvor deltavarianten blev dominerende, jf. Nanduri mfl. (2021). Disse negative effekter på immuniteten kan imidlertid også afspejle andre forhold end deltavariantens fremkomst, eksempelvis at immunitetseffekten af vacciner af sig selv aftager over tid.

Resultaterne af et amerikansk studie, der fulgte 52.238 ansatte i sundhedsvæsenet fra december 2020 til maj 2021, tyder på, at der ikke forekom reinfektioner blandt de i alt 2.579 personer, der tidligere havde været smittet med covid-19, jf. Shrestra mfl. (2021). I samme periode blev 2.154 personer testet positive, hvoraf 15 var færdigvaccinerede med Pfizer eller Moderna. Studiet konkluderede, at risikoen for infektion faldt markant ved vaccination blandt dem, der ikke tidligere havde været inficeret, men ikke for den gruppe, der havde været inficeret.[b)]

I tillæg til deltavarianten opstår der andre nye varianter af SARS-CoV-2. Særligt bekymrende er de varianter, der har større smitsomhed og er mindre følsomme overfor vacciner. ECDC (European Centre for Disease Prevention and Control) har en liste over varianter, de er bekymrede for (*variants of concern*) og varianter, de er interesserede i (*variants of interest*). På den første liste er ved udgangen af september fem varianter, heraf alfavarianten og deltavarianten. Den anden liste består af seks varianter, hvor der for alle er evidens for, at varianten påvirker immuniteten. Endelig har ECDC en liste over varianter under monitorering. På denne liste forefindes 24 varianter, der endnu er så nye, at de fleste af dem endnu ikke har fået et officielt navn.

b) Ifølge den såkaldte *hazard ratio*, der sammenligner antallet af smittetilfælde i de to grupper, falder risikoen for infektion med ca. 96,9 pct. (95 pct. konfidensintervallet er 93,9-98,5 pct.). I studiet blev der ikke screenet for asymptomatisk smitte.

Epidemiudvikling afhænger af varigheden af immunitet

Det har stor betydning for den fremtidige epidemiudvikling (og dermed for de økonomiske udsigter) hvor lang tid en person er immun efter enten at have været udsat for smitte eller være blevet vaccineret. Et amerikansk studie finder, at hvis immuniteten varer ca. 40 uger, så kan man forvente årlige smitteudbrud hvert år, men hvis immuniteten varer ca. to år, så vil det i stedet kun være hvert andet år, der kommer større udbrud, jf. Kissler mfl. (2020). Hvis immuniteten varer ved i længere tid, vil virus uddø. På nuværende tidspunkt vurderer Sundhedsstyrelsen (2021), at både vaccination og naturlig infektion giver immunitet i minimum 12 måneder. Nogle studier tyder dog på, at beskyttelsen mod infektion aftager hurtigere end beskyttelsen imod alvorlig sygdom. Dette har fået blandt andet Danmark, USA, Israel, Tyskland og Frankrig til at erklære, at de vil tilbyde et tredje vaccinestik. I Israel har alle over 12 år siden ultimo august 2021 kunnet få et tredje vaccinestik,

mens USA anbefaler et tredje stik til borgere over 65 år samt særligt udsatte. I Danmark er tredje stik givet til beboere på plejehjem og visse andre, sårbare grupper.

CORONAFORUDSÆTNINGER BAG PROGNOSEN

Mindre aktivitetsfald i forbindelse med anden nedlukning

Den anden periode med længerevarende nedlukninger i primært de europæiske økonomier i vinteren 2020-21 viste, at sammenhængen mellem smitteudbredelse og den økonomiske aktivitet var mindre end i foråret 2020. Det skal ses i sammenhæng med, at en mindre del af de europæiske økonomier var lukket ned. Restriktionerne var målrettet kontaktintensive brancher i særligt servicesektoren, mens industrien kun var påvirket i mindre grad, jf. eksempelvis OECD (2021). Kombineret med en meget ekspansiv penge- og finanspolitik, der medvirkede til en stigning i den globale efterspørgsel efter varer, var vækstfaldene i første kvartal 2021 noget mindre end i andet kvartal 2020.

Økonomisk effekt af pandemien mindskes formentligt af vacciner

Den økonomiske effekt af pandemien må formodes at være blevet mindsket yderligere af udrulningen af vacciner. Det skyldes, at vaccineudrulningen formentligt har svækket risikoen for, at smitte fører til alvorlig sygdom. Dette mindsker risikoen for nye restriktioner. Som beskrevet tidligere i afsnittet trækker visse risikofaktorer imidlertid i den anden retning. Disse risikofaktorer omfatter fortsat usikkerhed om varigheden af immunitet efter vaccination samt nye virusvarianter, der enten kan være mere smitsomme, mere sygdomsfremkaldende eller mere resistente overfor det vaccineinducerede immunrespons, jf. Ekspertgruppen om en langsigtet strategi for et genåbnet Danmark (2021).

Det lægges til grund, at der ikke kommer nye nationale nedlukninger

Det lægges til grund, at sygdommen fortsat vil være i omløb i et vist omfang, fordi der som beskrevet tidligere i afsnittet fortsat vil være en betydelig andel af befolkningen, der er modtagelig for virus, men at det ikke påvirker den økonomiske aktivitet i væsentlig grad. Derudover forudsættes det, at antallet af indlagte med covid-19 og andre luftvejssygdomme, som eksempelvis influenza, ikke stiger til et så højt niveau i løbet af vinteren 2021-22, at der opstår et alvorligt kapacitetspres i det danske sundhedsvæsen. I forlængelse heraf lægges det til grund, at der ikke vil ske nye nationale nedlukninger. Disse forudsætninger er i overensstemmelse med det grønne og gule scenarie i rapporten *Hverdag med øget beredskab* af ekspertgruppen om en langsigtet strategi for et genåbnet Danmark, jf. Andersen mfl. (2021). Hvis smitteudbredelsen og antallet af indlæggelser stiger til et niveau, der påvirker samfundet i nogen grad (gult stadie), forventer ekspertgruppen, at det særligt er skoler og daginstitutioner, der er udsatte for lokale nedlukninger, fordi børn under 12 år er uvaccinerede, da vaccinerne på nuværende

tidspunkt ikke er godkendt til denne aldersgruppe. Det forudsættes, at lokale nedlukninger ikke når et omfang, hvor det har reel samfundsøkonomisk betydning.

Forudsætninger for udlandet følger IMF

Som beskrevet tidligere i afsnittet trækker udbredelsen af den meget smitsomme deltavariant og den fortsatte udrulning af vacciner i hver sin retning, hvilket kan være med til at forstærke forskellene i hastigheden på den økonomiske genopretning mellem de økonomisk udviklede lande og udviklingslandene, jf. også afsnit II.5. For udlandet forudsættes det på baggrund af IMF's seneste prognose (2021b), at vaccineudrulningen i de økonomisk udviklede lande og målrettede tiltag ved stigende smitte kan medvirke til, at disse lande kan fortsatte normaliseringen af den økonomiske aktivitet. For udviklingslandene forudsætter IMF til gengæld, at manglen på vacciner vil medføre, at smitteudbredelsen først ved udgangen af 2022 falder til lave niveauer som følge af bedre behandling og vaccineudrulning. Dermed vil der fortsat kunne forekomme nye smittebølger ind i 2022. Disse relativt gunstige forudsætninger om den fremtidige epidemiudvikling ligger i øvrigt tæt op ad forudsætningerne fra *Dansk Økonomi, forår 2021*.

II.3 AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

Indhold i afsnittet

Dette afsnit indeholder en beskrivelse af den aktuelle konjunktursituation og prognosen for dansk økonomi i 2021-22. En risikofaktor i prognosen er knyttet til det aktuelle kapacitetspres i dansk økonomi, hvor virksomhederne melder om udbredt mangel på materialer og arbejdskraft. Afsnittet diskuterer årsagerne til kapacitetspresset samt risikoen for, at det kan lede til opbygningen af ubalancer i økonomien.

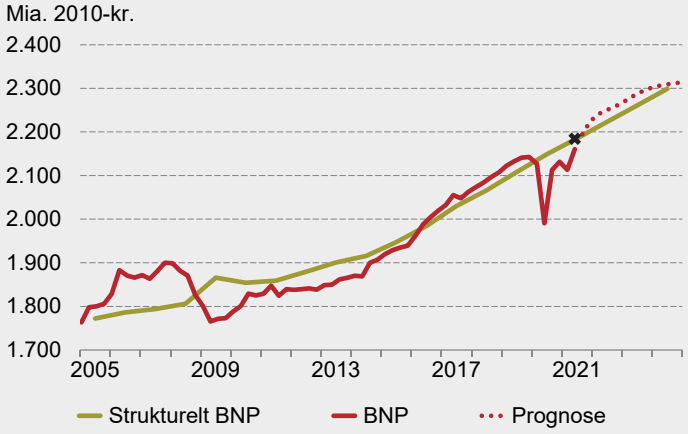
DANSK ØKONOMI OVER NIVEAUET FØR CORONAKRISEN

BNP nåede i andet kvartal over niveauet før corona

Dansk økonomi er kommet hurtigt tilbage ovenpå mere end et år præget af covid-19-pandemien. Den samlede aktivitet nåede i andet kvartal 2021 for første gang siden pandemiens udbrud over niveauet umiddelbart før krisen, jf. figur II.7. BNP steg med 2,8 pct. fra første til andet kvartal, efter nye nedlukninger og høj smitteudbredelse henover vinteren førte til et mindre fald i BNP på 0,4 pct. i første kvartal.

FIGUR II.7 BNP OG STRUKTURELT BNP

BNP nåede i andet kvartal 2021 næsten 2 pct. over niveauet i fjerde kvartal 2019. I 2022 ventes BNP at overstige det beregnede strukturelle niveau.



Anm.: Det historiske BNP i figuren og prognosen er baseret på nationalregnskabet fra 31. august 2021. Den 30. september 2021 blev et revideret nationalregnskab offentliggjort, som viser et højere niveau for BNP i 2. kvartal 2021. Dette er markeret med et sort kryds i figuren. Det strukturelle niveau er vist ekskl. korrektion for coronarelaterede effekter. Prognosen er baseret på årsniveauer og er illustreret som den implicitte kvartalsudvikling. Seneste observation er 2. kvartal 2021.

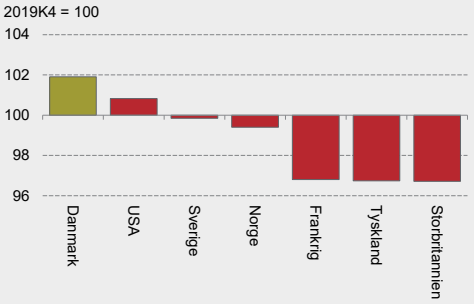
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Dansk økonomi hurtigere igennem krisen end andre lande

Med den betydelige fremgang i andet kvartal er dansk økonomi blevet genoprettet hurtigere end økonomien i en lang række andre lande, jf. figur II.8. Blandt de sammenlignede lande var det kun i Danmark og USA, at BNP i andet kvartal oversteg niveauet før pandemien. I Sverige og Norge var BNP næsten tilbage på niveauet før krisen, mens BNP i Tyskland, Frankrig og Storbritannien fortsat var godt 3 pct. under. Den hurtigere tilbagevenden i Danmark skal blandt andet ses i sammenhæng med, at tilbageslaget i dansk økonomi i 2020 var mindre end i en række andre lande, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2021*, og at smitteudbredelsen i Danmark har været mindre end i mange andre lande.

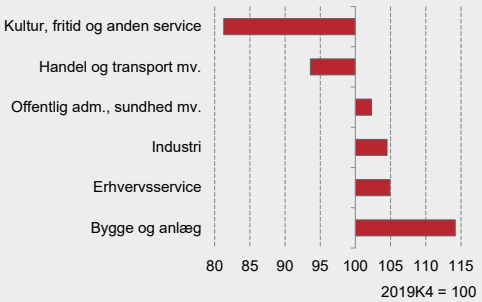
FIGUR II.8 BNP I UDVALGTE LANDE

I Danmark og USA er BNP nu højere end før coronakrisen.



FIGUR II.9 BVT I UDVALGTE BRANCHER

Ikke alle brancher er tilbage på niveauet før coronakrisen.



Anm.: Figurerne viser BNP hhv. BVT for en række udvalgte lande hhv. brancher i 2. kvartal 2021 i forhold til niveauet i 4. kvartal 2019.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

Fortsat heterogenitet i aktiviteten mellem brancher

Fremgangen i andet kvartal 2021 var bredt funderet på tværs af brancher med fremgang også i de brancher, der har været hårdt ramt under pandemien. Selvom den samlede aktivitet nu er over niveauet forud for pandemien, dækker det dog fortsat over betydelig heterogenitet i aktivitetsniveauet mellem brancherne, jf. figur II.9. I nogle brancher, eksempelvis *Bygge og anlæg*, ligger aktiviteten betragteligt over niveauet før krisen. I andre brancher – navnlig de brancher, hvor aktiviteterne indebærer en høj grad af kontakt mellem mennesker eller rejseaktivitet – er produktionen endnu ikke tilbage på fuld kapacitet. Det gælder eksempelvis *Kultur, fritid og anden service*.

ØKONOMIEN ER PÅ VEJ IND I EN HØJKONJUNKTUR

BNP skønnes at vokse ca. 4 pct. i år og 3½ pct. næste år

Umiddelbart før udbruddet af pandemien befandt økonomien sig i en begyndende højkonjunktur. Med det hurtige omsving efter genåbningen ventes dansk økonomi at vende tilbage hertil de kommende år. I andet kvartal er BNP ifølge det reviderede nationalregnskab pr. 30. september 2021 allerede at være nået omtrent tilbage på det strukturelle niveau. Den hurtige genopretning skal, udover hjælpepakker mv., ses i sammenhæng med, at udgangspunktet for dansk økonomi var godt op til, at pandemien brød ud. Husholdningerne var godt rustede, og økonomien var ikke præget af indenlandske ubalancer. Det gode udgangspunkt for dansk økonomi understøtter, at fremgangen også kan fortsætte de kommende år. De centrale forudsætninger i prognosen er beskrevet i boks II.2. Der ventes en vækst i BNP på ca. 4 pct. i år og ca. 3½ pct. næste år, jf. tabel II.2. Det indebærer, at et positivt output gap gradvist udvides, og at BNP i 2022 når ca. 5½ pct. over niveauet i 2019. Væksten i år er opjusteret i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2021*, jf. boks II.3.

BOKS II.2 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Konjunkturvurderingen bygger på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. De væsentligste forudsætninger præsenteres i denne boks. Forudsætningerne om pandemiens udvikling i Danmark og udlandet er beskrevet i afsnit II.2, mens forudsætningerne om strukturelle niveauer er beskrevet i afsnit II.7. Prognosen er baseret på data til og med 22. september 2021. Det indebærer, at prognosen bygger på den første offentliggørelse af nationalregnskabet for andet kvartal 2021 fra 31. august 2021 og de reviderede årsniveauer for 2018-20 fra 30. juni 2021. I tekst og visse figurer kommenteres dog på senere offentliggjorde tal.

Udland og finansielle forhold

Der forventes fremgang på de danske eksportmarkeder på ca. 5 pct. i 2021 og ca. 4½ pct. i 2022. Det forudsættes, at ECB holder renten på det aktuelle niveau frem til midten af 2023. Den danske statsobligationsrente forudsættes kun at stige svagt det kommende års tid fra ca. 0 i slutningen af september til ca. 0,1 ved udgangen af 2022. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i midten af september 2021, og olieprisen forventes at have et årsniveau på knap 70 dollar pr. tønde i 2021 og godt 72 dollar pr. tønde i 2022.

Finanspolitiske forudsætninger

Prognosen lægger den vedtagne politik, herunder de foreslåede udgiftslofter for 2022-25, til grund. Det er forudsat, at den ikke-udmøntede del af regeringens reserve til håndtering af covid-19 bliver anvendt til offentligt forbrug. Skønnet for det offentlige forbrug i 2021 følger skønnet i *Økonomisk Redegørelse, august 2021* tillagt den resterende reserve til håndtering af covid-19. Det er altså forudsat, at der ikke kommer yderligere udgifter til covid-19 i form af f.eks. udgifter til test, der overstiger den resterende del af reserven.

TABEL II.2 HOVEDTAL FOR KONJUNKTURVURDERINGEN

	2019	2020	2021	2022	2019-22 a)
	Mia. kr.	----------	Realvækst, pct.		----------
Privat forbrug	1.080	-1,3	2,2	5,9	2,2
Offentligt forbrug	558	-1,7	5,1	-0,9	0,8
Offentlige investeringer	75	9,8	3,5	-1,8	3,8
Boliginvesteringer	115	10,1	16,0	2,3	9,3
Erhvervsinvesteringer	302	2,1	4,8	1,0	2,6
Lagerændringer	15	-0,1	-0,4	0,5	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.147	0,0	3,8	3,4	2,4
Eksport	1.368	-7,0	3,6	4,3	0,2
Import	1.196	-4,1	3,2	3,9	1,0
Bruttonationalprodukt	2.318	-2,1	3,9	3,6	1,8
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		-4,1	4,9	4,4	1,6
	1.000 pers.	---------	Ændring i 1.000 pers.		---------
Strukturel arbejdsstyrke	2.979	23	11	19	18
Arbejdsstyrke	2.988	16	41	15	24
Beskæftigelse	2.902	-18	61	44	29
	----------		1.000 pers.		----------
Nettoledighed	86	120	99	70	70
Beskæftigelsesgap	20	-17	30	53	53
	----------		Pct.		----------
Forbrugerpriser	0,8	0,5	1,5	1,4	1,1
Timelønsomkostninger	2,5	2,2	2,6	2,9	2,6
Kontantpris på enfamiliehuse	3,0	4,5	11,2	2,6	6,1
Timeproduktivitet, private byerhverv	1,3	1,5	1,3	1,3	1,4
Rente, 10-årig dansk statsobligation	-0,2	-0,4	-0,1	0,1	0,1

a) Den sidste søjle viser den gennemsnitlige årlige vækst fra 2019 til 2022. For nettoledighed, beskæftigelsesgap og rente vises niveauet i 2022.

Anm.: Lagerændringer angiver vækstbidraget til BNP. Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse målt i personer. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. BNP i aftagerlandene angiver den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks ni primære aftagerlande (USA, Tyskland, Norge, Sverige, Holland, Kina, Storbritannien, Frankrig og Polen). Renten er angivet som årsgennemsnit.

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

Højkonjunkturen ventes at toppe i 2022

Højkonjunkturen ventes at toppe i 2022, hvor BNP skønnes at ligge ca. 1 pct. over det beregnede strukturelle niveau. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at output gap også i vores primære aftagerlande ventes at aftage efter 2022, jf. afsnit II.5. En mere afdæmpet vækst i udlandet efter 2022 vil have en afdæmpende virkning på dansk økonomi gennem eksporten. Væksten i den indenlandske efterspørgsel ventes også at aftage efter 2022, da den høje forbrugsvækst delvist vurderes at være drevet af midlertidige forhold. Dertil kommer, at et opadgående pres på priser og lønninger gradvist ventes at dæmpe efterspørgselspresset i økonomien, jf. også senere i afsnittet. Samlet set ventes i 2023 og et par år frem en vækst under det strukturelle niveau, så økonomien gradvist bevæger sig tilbage til en neutral konjunktursituation, jf. også afsnit II.7.

BOKS II.3 ÆNDRINGER FRA *DANSK ØKONOMI, FORÅR 2021*

Overordnet er konjunkturudsigterne på linje med vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2021*. Hovedscenariet er fortsat, at økonomien bevæger sig ind i en højkonjunktur i 2021-22, hvorefter aktiviteten gradvist dæmpes.

Skønnet for BNP-væksten i 2021 er dog blevet opjusteret med ca. 1 pct.point siden forårsprognosen. Det afspejler blandt andet, at BNP udviklede sig bedre gennem første halvår af 2021 end lagt til grund i foråret. I forårsprognosen var vurderingen, at aktiviteten i andet kvartal 2021 fortsat ville ligge lidt under niveauet ultimo 2019 og først nå tilbage på niveauet før krisen i tredje kvartal. Dertil kommer, at der siden vurderingen i foråret har været en markant fremgang på arbejdsmarkedet med en stigning i lønmodtagerbeskæftigelsen på 83.000 personer. Denne fremgang er større end lagt til grund i forårsprognosen. Den forventede BNP-udvikling igennem andet halvår af 2021 er blevet opjusteret som følge af den mere markante fremgang på arbejdsmarkedet. En yderligere beregningsteknisk årsag til opjusteringen er en revision af BNP-udviklingen igennem 2020, som alt andet lige implicerer en højere vækst i 2021.

Det strukturelle niveau for BNP er nedjusteret knap 1 pct. i 2019 i forhold til forårsprognosen, hvilket primært skyldes genberegning af det strukturelle niveau for gennemsnitlig arbejdstid med inddragelse af nye historiske data. Frem mod 2025 opvejes nedjusteringen af det historiske niveau i et vist omfang af en større stigning i den strukturelle beskæftigelse end lagt til grund i foråret.

BREDT FUNDERET EFTERSPØRGSELSFREMGANG

Bredt funderet BNP-fremgang

Fremgangen i BNP de førstkommende år ventes at være bredt funderet på tværs af efterspørgselskomponenter. I 2021 ventes fremgangen i den private efterspørgsel især at blive trukket af eksporten og investeringerne, mens der ventes et lidt mindre positivt vækstbidrag fra det private forbrug som følge af det betydelige fald i forbruget i første kvartal af året. Det offentlige forbrug ventes i år at bidrage til væksten i nogenlunde samme omfang som eksporten og investeringerne, hvilket skal ses i lyset af de omfattende udgifter til epidemihåndteringen, herunder test- og vaccinationsindsatsen. I 2022 ventes især eksporten og det private forbrug at trække efterspørgselsfremgangen, mens tilbagerulningen af midlertidige coronatiltag omvendt forudsættes at indebære et lavere offentligt forbrug, jf. også afsnit II.6.

Fremgang i privat forbrug fortsætter ind i tredje kvartal

Med den betydelige genopretning af det private forbrug i løbet af andet kvartal nåede forbruget 1,6 pct. over niveauet forud for krisen. Højfrekvente kortomsætningsdata peger på, at forbrugsfremgangen er fortsat ind i tredje kvartal, og at det nominelle forbrug i øjeblikket er 7-10 pct. over niveauet i samme periode i 2019, jf. figur II.10. Forbrugertilliden er tilsvarende steget betragteligt de seneste måneder og nåede i september op på det højeste niveau siden midten af 2018.

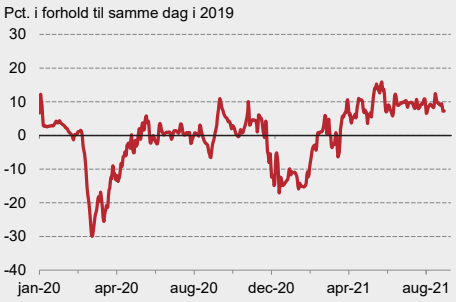
Potentiale for høj forbrugsvækst de kommende år

Den betydelige forbrugsvækst ventes at fortsætte de førstkommende år. Det skyldes først og fremmest, at den høje beskæftigelse og lave ledighed bidrager til at øge husholdningernes indkomster. Dertil kommer, at forbrugskvoten (dvs. andelen af indkomsten der anvendes på forbrug) har været relativt lav under pandemien, jf. figur II.11. Det afspejler, at forbruget i perioder har været underdrejet samtidig med, at blandt andet lønkompensationsordningen har bidraget til at holde hånden under indkomsterne. Den lave forbrugskvote betyder, at opsparingen er steget markant, og en del af denne opsparing ventes omsat til et midlertidigt højere forbrug. Dertil kommer den midlertidige forbrugseffekt fra udbetalingen af de indefrosne feriepenge på i alt ca. 50 mia. kr. efter skat i 2020-21.[6] Det seneste år har desuden været præget af en kraftig aktivitet på boligmarkedet med markante boligprisstigninger, jf. også afsnit II.4. Dette har øget friværdierne for eksisterende boligejere, hvilket ligeledes kan bidrage til et højere forbrug. Samlet ventes det private forbrug at stige ca. 2¼ pct. i år og ca. 6 pct. næste år.

[6] I nationalregnskabet indgår udbetalingen af de indefrosne feriepenge ikke i den disponible indkomst i det kvartal, de udbetales. Det skyldes, at feriepenge i nationalregnskabet i stedet tilgår husholdningerne, når de optjenes. Selve beskatningen af de udbetalte indefrosne feriepenge fratrækkes i nationalregnskabet dog indkomsten i det kvartal, de udbetales.

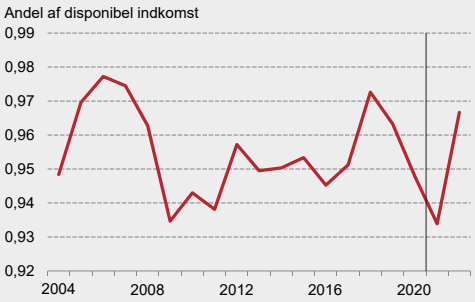
FIGUR II.10 KORTOMSÆTNING

Forbruget blev hurtigt genoprettet i takt med genåbningen og er fortsat fremgangen.



FIGUR II.11 FORBRUGSKVOTE

Forbrugskvoten er relativt lav i 2020 og 2021.



Anm.: Kortomsætningen viser forbruget foretaget med kort og MobilePay af ca. 1 mio. danske Danske Bank-kunder. Forbruget er opgjort på dagsbasis som to ugers glidende gennemsnit. Kortomsætningen tager ikke højde for prisudviklingen, eller at anvendelsen af betalingskort kan være øget under pandemien. Sidstnævnte kan skyldes, at kortbetalinger er forbundet med mindre smitterisiko end kontanter, og at der har været færre udlandsrejser, hvor der oftere gøres brug af kontantbetalinger. Seneste observation er 20. september 2021. Til forbrugskvoten er løn og indkomstoverførsler efter skat anvendt som indkomst. Udbetalingen af de indefrosne feriepenge indgår ikke i indkomsten. Den lodrette streg markerer overgangen til prognose.

Kilde: Danske Bank Spending Monitor, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Tegn på normalisering af forbrugsmønstre

Henover foråret og sommeren er flere i den danske befolkning blevet vaccineret mod coronavirus. Restriktionerne er i takt med dette blevet udfaset, og adfærdsændringer for at undgå smitte er aftaget. Det har ført til en mere normal forbrugssammensætning af varer og tjenesteydelser, hvilket afspejles i, at fremgangen i det private forbrug i andet kvartal især blev trukket af tjenesteydelser. En stor del af den danske befolkning er nu blevet vaccineret, og alle tilbageværende restriktioner er ophørt som følge af, at covid-19 ikke længere kategoriseres som en samfundskritisk sygdom. Den store vaccinetilslutning giver derfor grund til at forvente en fuld normalisering af forbrugsmønstrene. En undtagelse er dog omfanget af turisme, som først forventes normaliseret på længere sigt, jf. nedenfor.

Eksportfremgang understøttes af genopretning i udlandet

Den samlede eksport er endnu ikke fuldt genoprettet og lå i andet kvartal fortsat knap 5 pct. under niveauet i fjerde kvartal 2019. Dette dækker over, at vareeksporten allerede i første kvartal nåede over niveauet før pandemien, mens tjenesteeksporten fortsat ligger mere end 20 pct. under. Som følge af genopretningen af økonomierne på de danske eksportmarkeder ventes en betydelig fremgang i den samlede danske

eksport de kommende år. Den forventede fremgang i udlandet kan blandt andet tilskrives en fortsat vaccineudrulning i avancerede økonomier samt betydelige finanspolitiske stimuli i særligt USA, jf. også afsnit II.5. Den samlede danske eksport ventes at stige omtrent 3½ pct. i år og ca. 4¼ pct. næste år. Det indebærer, at den samlede eksport ventes fuldt genoprettet i løbet af 2022.

Turisme ventes først normaliseret efter 2022

For turismen ventes der at gå længere tid, før der sker en tilbagevenden til et normalt niveau. I år vurderes både importen og eksporten af turisme at befinde sig på et lavere niveau end i 2020 som gennemsnit.[7] Det skal ses i lyset af et betydeligt lavere turismeomfang i første kvartal 2021 sammenlignet med sidste år. I modsat retning trækker, at turismen i andet kvartal i år var højere end i 2020, og som følge af vaccineudrulningen og mindre omfattende rejserestriktioner ventes dette også at være tilfældet i andet halvår 2021. Da covid-19-pandemien fortsat præger mange andre lande, ventes dog først en fuld genopretning af turismen efter 2022. Der er selvsagt betydelig usikkerhed knyttet til denne forventning grundet uvished om pandemiens udvikling og betydningen for rejserestriktioner og adfærd. Det kan heller ikke afvises, at pandemien har ført til mere permanente skift i rejsemønstrene, som vil indebære en lavere rejseaktivitet også på lang sigt.

Gode udsigter medfører højt investeringsniveau

Til forskel fra tidligere kriser steg de samlede erhvervsinvesteringer i 2020. Da aktiviteten samtidig faldt, indebar dette en stigning i investeringskvoten. Det afspejler formentlig, at der har været tale om en sundhedskrise fremfor en sædvanlig økonomisk krise, og at aktiviteten derfor hurtigt er vendt tilbage. Som følge af de gode udsigter for eksporten og det private forbrug ventes det høje investeringsniveau i virksomhederne at fortsætte i 2021-22. Erhvervsinvesteringerne skønnes samlet set at vokse ca. 4¾ pct. i år og ca. 1 pct. næste år. De samlede private investeringer understøttes desuden af høje boliginvesteringer som følge af den høje aktivitet på boligmarkedet. Der er imidlertid tegn på, at aktiviteten på boligmarkedet er løjet en smule af, og det ventes at lægge en dæmper på væksten i boliginvesteringerne fremover, jf. også afsnit II.4.

7) Importen af turisme kaldes også turistudgifterne og angiver danske husholdningers forbrug i udlandet. Tilsvarende kaldes eksporten af turisme også turistindtægterne og angiver udenlandske husholdningers forbrug i Danmark.

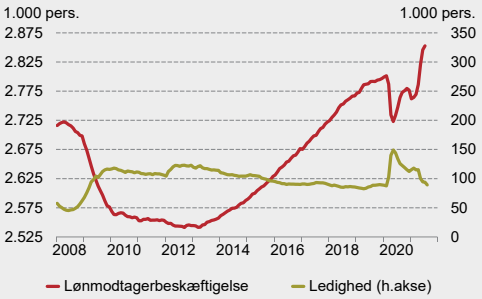
KRAFTIG FREMGANG I BESKÆFTIGELSEN

Beskæftigelsen er på historisk højt niveau

Den hurtige genopretning af aktiviteten afspejles også på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen er steget kraftigt, jf. figur II.12. Lønmodtagerbeskæftigelsen nåede allerede i maj op på et historisk højt niveau, og sidenhen er fremgangen fortsat, sådan at lønmodtagerbeskæftigelsen i juli var 51.000 personer højere end i februar 2020 umiddelbart før pandemien. Ledigheden er tilsvarende faldet siden marts, og i august var ledigheden omtrent tilbage på niveauet forud for pandemien og under det strukturelle niveau.

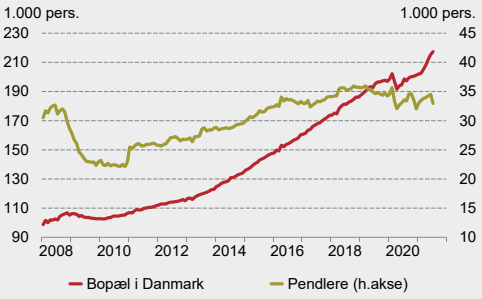
FIGUR II.12 LEDIGHED OG BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen overstiger nu niveauet før coronakrisen, og ledigheden er omtrent på niveauet før pandemien.



FIGUR II.13 UDENLANDSKE BESKÆFTIGEDE

Beskæftigede udenlandske statsborgere med bopæl i Danmark overstiger nu niveauet før coronakisen, mens antallet af pendlere fortsat er lavere.



Anm.: Udenlandsk arbejdskraft omfatter personer uden dansk statsborgerskab med lønindkomst i Danmark. Beskæftigelsen er opgjort som antal fuldtidsbeskæftigede og vises for opholdsgrundlag i alt inkl. RUT. Egen sæsonkorrektion af udenlandsk arbejdskraft. Seneste observation er juli 2021 for lønmodtagerbeskæftigelse og udenlandske beskæftigelse samt august 2021 for ledigheden.

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

Arbejdsstyrken er klart over niveauet før krisen

Samlet set er beskæftigelsen steget mere, end ledigheden er faldet. Det betyder, at arbejdsstyrken er steget. I juli var arbejdsstyrken over 50.000 personer større end umiddelbart før pandemien. Fremgangen i arbejdsstyrken kommer efter et betydeligt fald i forbindelse med de to nedlukninger under pandemien. Faldet afspejler blandt andet, at nogle personer ikke overgår til registreret ledighed, når de mister deres beskæftigelse, f.eks. studerende. Faldet kan også tilskrives et lavere om-

fang af udenlandsk arbejdskraft under pandemien, jf. figur II.13. Antallet af beskæftigede udenlandske statsborgere er dog vendt tilbage, og i juli var der ca. 11.500 flere udenlandske statsborgere i beskæftigelse end før coronakrisen, svarende til en stigning på 5 pct. De nye udenlandske beskæftigede kommer både fra europæiske og andre lande, og over en tredjedel har erhverv som opholdsgrundlag. Omkring halvdelen er beskæftiget i brancherne *Industri*, *Bygge og anlæg* samt *Rejsebureau, rengøring o.a. operationel service.*

Beskæftigelsesgap på ca. 1¾ pct. i 2022

Som følge af den kraftige beskæftigelsesfremgang i første halvår af 2021 vurderes størstedelen af stigningen frem mod 2022 at have fundet sted, jf. figur II.14. Beskæftigelsen ligger allerede omkring 73.000 personer over det gennemsnitlige niveau i 2019, og i 2022 ventes beskæftigelsen opgjort som årsgennemsnit at overstige niveauet i 2019 med ca. 90.000 personer. Det indebærer, at beskæftigelsen i 2022 ventes at overstige det skønnede strukturelle niveau med knap 55.000 personer, svarende til et beskæftigelsesgap på ca. 1¾ pct. Til sammenligning var det skønnede beskæftigelsesgap i 2019 omkring ¾ pct. Presset på arbejdsmarkedet vurderes altså at blive større i 2022 end i 2019, hvor økonomien befandt sig i en begyndende højkonjunktur.

Samlet beskæftigelses-fremgang dækker over omfordeling

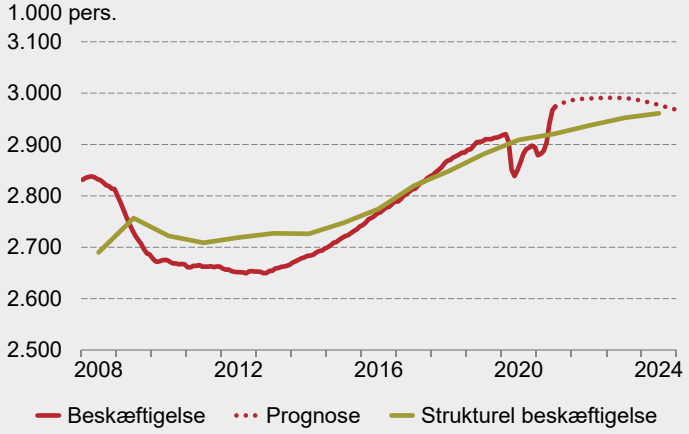
En del af beskæftigelsesfremgangen i første halvår af 2021 skal ses i lyset af, at der under pandemien har været et stort behov for arbejdskraft til at varetage coronarelaterede opgaver. Dette omfatter blandt andet testning, smitteopsporing, vaccination og administration af hjælpepakker i sundhedsvæsenet og i den offentlige administration. En rundspørge foretaget af 3F (2021) viser eksempelvis, at der i juni i år var op mod 20.000 personer ansat til testindsatsen alene. Forventningen om en svag fremgang i den samlede beskæftigelse fremover dækker derfor over, at der ventes at ske en vis omfordeling af beskæftigelsen med en nedgang i den offentligt finansierede beskæftigelse til coronarelaterede aktiviteter, men en stigning i den øvrige private beskæftigelse.

I 2022 ventes en ledighed under det strukturelle niveau

Beskæftigelsesfremgangen forventes blandt andet at komme fra et yderligere fald i ledigheden. I 2022 ventes en gennemsnitlig ledighed på omkring 70.000 personer, hvilket er godt 15.000 færre end gennemsnittet i 2019 og godt 25.000 under det skønnede strukturelle niveau. Dertil kommer et positivt bidrag til beskæftigelsen fra den strukturelle arbejdsstyrke, som skønnes at stige knap 55.000 personer fra 2019 til 2022.

FIGUR II.14 FAKTISK OG STRUKTUREL BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen overstiger allerede det beregnede strukturelle niveau, og der ventes et beskæftigelsesgap på ca. 1¾ pct. næste år.



Anm.: Det strukturelle niveau er vist ekskl. korrektion for coronarelaterede effekter. Prognosen er baseret på årsniveauer og er illustreret som den implicitte månedsudvikling. Den månedlige lønmodtagerbeskæftigelse er i figuren anvendt som indikatorserie for den samlede beskæftigelse i det årlige nationalregnskab. Seneste observation er juli 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Visse faktorer trækker i retning af en lavere arbejdsstyrke

På kort sigt trækker en række faktorer omvendt i retning af en lavere arbejdsstyrke. Dels er en del af de beskæftigede til coronaindsatsen pensionister, som har taget ekstra arbejde under pandemien. Disse personer ventes ikke at overgå til ny beskæftigelse, når coronaindsatsen er udfaset. Dels har der i 2020 og 2021 været et højere studieoptag end sædvanligt, selvom ungdomsårgangene ikke er større. Det afspejler formentlig blandt andet de dårligere beskæftigelsesmuligheder under pandemien. Et større studieoptag kan være en medvirkende årsag til, at erhvervsfrekvensen blandt de 15-24-årige i modsætning til andre aldersgrupper ikke var vendt tilbage til niveauet før krisen i andet kvartal 2021. Et større antal studerende vil for en periode reducere antallet af fuldtidsbeskæftigede personer på arbejdsmarkedet.

PRES PÅ ØKONOMIENS KAPACITETSGRÆNSER

Høj mangel på arbejdskraft og materialer

De seneste måneder er manglen på materialer og arbejdskraft ifølge Danmarks Statistiks konjunkturbarometre steget kraftigt på tværs af erhverv, jf. figur II.15. Den rapporterede mangel på arbejdskraft og især materialer er nu klart mere udbredt end i perioden op til coronakrisen, hvor økonomien var i en begyndende højkonjunktur, og i både industrien og bygge- og anlægsbranchen er de rapporterede mangler på niveau med eller over niveauet i årene op til finanskrisen. Ifølge medlemsundersøgelser fra Dansk Industri (2021) og Dansk Erhverv (2021) oplever virksomhederne rekrutteringsudfordringer på tværs af kompetenceniveauer, men især blandt faglærte og personer med en videregående uddannelse eller specialistviden. Billedet af et betydeligt pres på arbejdsmarkedet understøttes af antallet af jobannoncer, som også er på niveau med perioden op til finanskrisen.

Forgæves rekrutteringer har tidligere vist mere afdæmpet billede af kapacitetspresset

En anden indikator for presset på arbejdsmarkedet er rekrutteringsundersøgelsen fra Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering (STAR). Den seneste rekrutteringssurvey dækker afsluttede rekrutteringsforsøg i perioden fra januar til juni 2021 og giver dermed kun i begrænset omfang en indikation af den aktuelle situation på arbejdsmarkedet. Siden finanskrisen har antallet af forgæves rekrutteringer været svagt stigende, men selve niveauet lå i perioden op til coronakrisen markant lavere end Danmarks Statistiks konjunkturbarometre, som indikerede, at presset på arbejdsmarkedet var tæt på niveauet op til finanskrisen.[8] Antallet af forgæves rekrutteringer giver dermed indtryk af et mindre pres på arbejdsmarkedet end Danmarks Statistiks konjunkturbarometre. Forskellen mellem de to indikatorer kan afspejle, at virksomhedernes behov for yderligere arbejdskraft ikke har været tilstrækkeligt stort til, at de faktisk har forsøgt at rekruttere. Forskellen kan dog også afspejle, at virksomhederne opgiver at rekruttere på forhånd på grund af mangel på kvalificeret arbejdskraft.

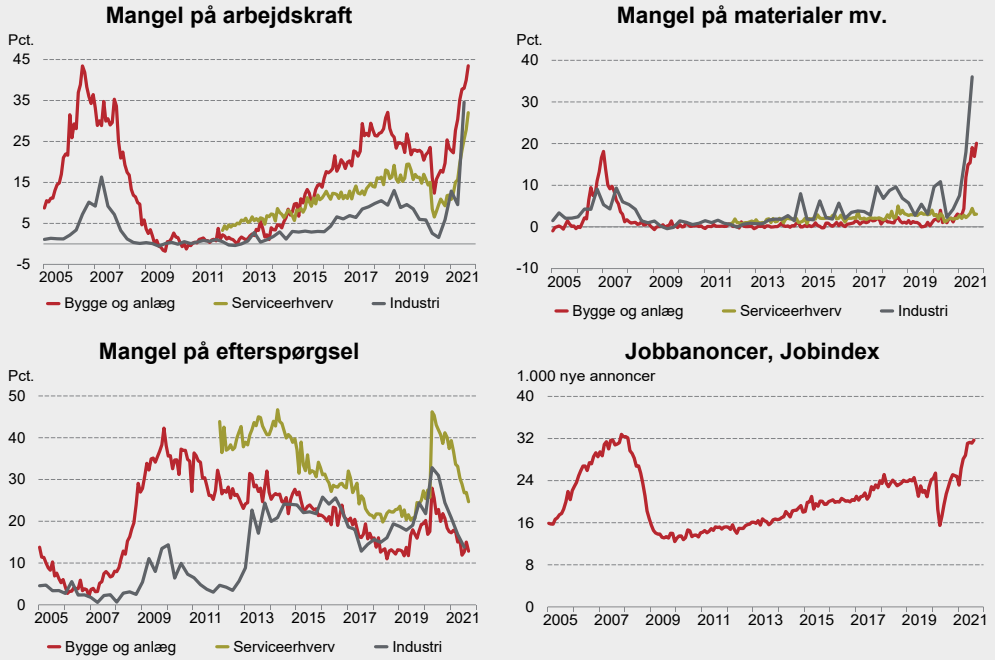
Heterogenitet indenfor erhverv i produktionsbegrænsningerne

Udviklingen i mangel på efterspørgsel viser et mere afdæmpet billede af kapacitetspresset end manglen på materialer og arbejdskraft. I byggeriet er meldingerne om mangel på efterspørgsel omtrent på niveau med før coronakrisen, mens de i serviceerhvervene fortsat er lidt højere end før coronakrisen og i industrien lidt lavere. Når kapacitetspresset på arbejds- og varemarkedet stiger, vil man alt andet lige forvente, at manglen på efterspørgsel tilsvarende følger med ned. En del af diskrepansen i virksomhedernes meldinger kan dog tilskrives heterogenitet indenfor erhvervene, hvor de virksomheder, der oplever stor mangel på materialer og arbejdskraft, ikke er de samme som dem, der oplever mangel på efterspørgsel.

8) Ifølge STAR's rekrutteringssurveys lå antallet af forgæves rekrutteringer i løbet af 2019 i omegnen af 60-70.000 imod knap 200.000 lige op til finanskrisen.

FIGUR II.15 INDIKATORER FOR KAPACITETSPRES

Der meldes om udbredt mangel på arbejdskraft på tværs af erhverv. Især i industrien, men også i byggeriet meldes der desuden om stor mangel på materialer. Manglen på efterspørgsel er samtidig aftaget.



Anm.: Konjunkturbarometrene viser andelen af virksomheder, der angiver mangel på arbejdskraft, materialer hhv. efterspørgsel som en produktionsbegrænsning. Egen sæsonkorrektion af konjunkturbarometre. Seneste observation er september 2021 for bygge og anlæg og serviceerhverv samt 3. kvartal 2021 for industrien. For jobannoncer er seneste observation august 2021.

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

Kapacitetspres afspejler både høj efterspørgsel og forstyrrelser i udbuddet

Samlet set peger både beskæftigelsesudviklingen, konjunkturbarometrene og antallet af jobopslag i retning af et større kapacitetspres i dansk økonomi i dag end i 2019. Manglen på både arbejdskraft og materialer kan formentlig tilskrives en kombination af forstyrrelser i udbuddet og en høj efterspørgsel i visse brancher under pandemien som følge af forbrugsforskydningen over mod varer. Manglen på materialer, som primært er en udfordring i dele af industrien og byggeriet, er et globalt fænomen, som har givet sig udslag i stigende råvarepriser, høje fragtrater og lange leveringstider, jf. også afsnit II.5.

Stort rekrutteringsbehov i virksomhederne

I forhold til manglen på arbejdskraft er der flere årsager til, at pandemien kan have forstyrret arbejdsudbuddet og dermed bidraget til de aktuelle rekrutteringsudfordringer i virksomhederne. For det første skete der i mange brancher et fald i aktiviteten under pandemien, særligt i forbindelse med de to nedlukninger. Med den hurtige tilbagevenden efter genåbningen i forsommeren 2021 er virksomhedernes rekrutteringsbehov derfor øget betragteligt på kort tid. Siden det tager tid for virksomhederne at finde det rette match med en ansøger, kan virksomhederne for en periode opleve, at det er blevet sværere at finde tilstrækkelig arbejdskraft. Dertil kommer, at mange virksomheder i den aktuelle situation har søgt mere arbejdskraft samtidigt, jf. Dansk Industri (2021). Det øger midlertidigt konkurrencen om den tilgængelige arbejdskraft.

Coronaindsatsen lægger beslag på en del af arbejdskraften

For det andet har en betydelig mængde arbejdskraft været bundet til de coronarelaterede aktiviteter, jf. også tidligere i afsnittet. Det reducerer alt andet lige mængden af arbejdskraft tilgængelig for den resterende del af arbejdsmarkedet. I takt med, at coronaindsatsen nedskaleres, og en del af arbejdskraften frigives, vil det forventeligt bidrage til at reducere manglen på arbejdskraft i andre brancher. De coronarelaterede job kan også have påvirket arbejdsudbuddet i andre brancher, fordi ansættelsesvilkårene i disse job har været relativt gunstige, særligt i forhold til timelønningerne for ufaglærte. De gode ansættelsesvilkår kan have øget arbejdstagernes krav til andre job eller i mere snæver forstand givet anledning til en højere reservationsløn. Dette kan gøre det sværere for virksomhederne at tiltrække arbejdskraft for et givent lønniveau.

Udenlandsk arbejdskraft har været reduceret under pandemien

For det tredje har mængden af udenlandsk arbejdskraft været reduceret under pandemien, jf. også tidligere i afsnittet. Det har i en periode reduceret den tilgængelige arbejdskraft for virksomhederne. I de fleste brancher, herunder i byggeriet og industrien, er den udenlandske arbejdskraft nu tilbage på eller over niveauet forud for pandemien. En undtagelse er hotel- og restaurationsbranchen, hvor antallet af beskæftigede udenlandske statsborgere i juli fortsat var 5 pct. lavere end umiddelbart før pandemien. Det høje efterspørgselspres kan dog betyde, at selv brancher, hvor den udenlandske arbejdskraft nu er tilbage på niveauet før krisen, efterspørger mere udenlandsk arbejdskraft, end de aktuelt har ansat.

BEGYNDENDE TEGN PÅ HØJERE LØNSTIGNINGER

Kapacitetspres øger løn- og prispres i økonomien

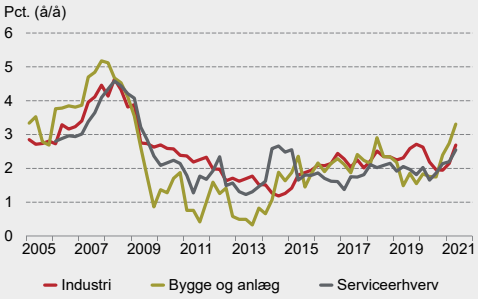
Virksomhedernes meldinger om højt kapacitetspres er et tegn på, at efterspørgslen overstiger udbuddet. Når der er kapacitetspres i økonomien, fører det typisk til et opadgående løn- og prispres, som over tid vil bidrage til at dæmpe efterspørgslen. Priser og lønninger fungerer dermed som en ligevægtsmekanisme i økonomien. Er kapacitetspresset højt og vokser hurtigt, er der imidlertid en risiko for, at det kan føre til en lønprisspiral, som risikerer at resultere i, at for store ubalancer i økonomien opbygges, jf. også boks II.4.

Højere lønstigninger, særligt i byggeriet

I første halvår af 2021 er de årlige lønstigninger taget til på tværs af erhverv, jf. figur II.16. Lønstigningerne har været størst i bygge- og anlægsbranchen og nåede i andet kvartal op på en årsvækst på 3,3 pct. I industrien og serviceerhvervene var de årlige lønstigninger i andet kvartal 2,7 henholdsvis 2,5 pct. De højere lønstigninger i byggeriet skal ses i lyset af den relativt høje aktivitet i branchen det seneste år. Der er altså tegn på, at det strammere arbejdsmarked er begyndt at sætte sig i lønudviklingen. I alle erhvervene er der imidlertid fortsat et godt stykke op til lønstigningstakten op til finanskrisen, hvor de årlige lønstigninger toppede på 4½-5 pct.

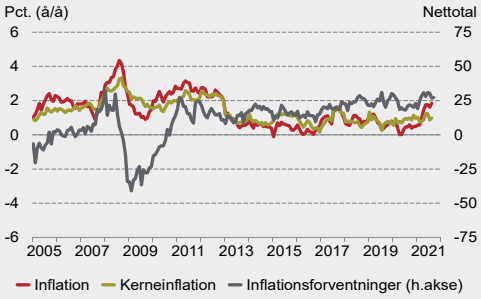
FIGUR II.16 LØNSTIGNINGER

Lønstigningerne er på tværs af erhverv tiltaget i første halvdel af 2021.



FIGUR II.17 INFLATION

Inflationen er tiltaget i 2021, men fra et lavt niveau. I august var inflationen 1,8 pct.



Anm.: Kerneinflationen er inflationen ekskl. energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Inflationsforventningerne viser forbrugernes forventninger til priserne om 12 måneder sammenlignet med i dag ifølge Danmarks Statistiks forbrugerforventningsundersøgelse (nettotal). Egen sæsonkorrektion inflationsforventninger. Seneste observation er august 2021 for inflation, september 2021 for inflationsforventninger og 2. kvartal 2021 for lønstigninger.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

BOKS II.4 KAPACITETSPRES KAN SKABE UBALANCER I ØKONOMIEN

Kapacitetspres fører normalt til tilpasning af priser og lønninger
Kapacitetspres i økonomien, som både kan slå ud i mangel på arbejdskraft og materialer, har tendens til at øge løn- og prispresset. Presset på arbejdsmarkedet øger konkurrencen om arbejdskraften, hvilket presser lønningerne op. Højere lønninger øger virksomhedernes produktionsomkostninger, hvoraf en del kan blive overvæltet i salgspriserne. Pres på arbejdsmarkedet indebærer normalvist også en lavere produktivitet, da virksomhederne i udgangspunktet har ansat de mest produktive medarbejdere. Efterspørgslen efter yderligere arbejdskraft må derfor i stigende omfang dækkes af mindre produktive personer, f.eks. personer der i længere tid har været uden beskæftigelse. Lavere produktivitet bidrager til at øge virksomhedernes produktionsomkostninger yderligere. Mangelsituationer på varemarkedet sætter sig i første omgang i stigende inputpriser for virksomhederne, f.eks. gennem højere råvare- og fragtpriser, som det ses i øjeblikket. En del af dette kan blive overvæltet i salgspriserne (førsterundeffekter). Hvis de højere forbrugerpriser fører til øgede lønkrav, kan inflationspresset øges yderligere (andenrundeeffekter).

Højere priser og lønninger trækker alt andet lige i retning af en forringelse af den danske konkurrenceevne. Det svækker både den indenlandske efterspørgsel gennem øget import og efterspørgslen fra udlandet, hvilket mindsker presset på økonomien. Højere lønninger kan samtidig bidrage til at udvide arbejdsstyrken ved at tiltrække arbejdskraft fra udlandet. Højere priser og lønninger er altså en mekanisme i økonomien, som bidrager til, at aktiviteten bringes tættere på det strukturelle niveau. Perioder med højere aktivitet kan desuden bidrage til, at den del af arbejdsstyrken, der er længst væk fra arbejdsmarkedet, kommer i beskæftigelse. Det kan bidrage til at reducere risikoen for negative konsekvenser af langtidsledighed i form af hysteresis.

Et for stort kapacitetspres kan føre til overophedning
Så længe pris- og lønstigninger foregår i et moderat tempo, udgør kapacitetspres altså ikke et samfundsøkonomisk problem. Perioder, hvor kapacitetspresset er særligt stort, og hvor lønninger og priser stiger hurtigt, risikerer dog at føre til ubalancer i økonomien. Det kan eksempelvis være i form af en vedvarende forringelse af konkurrenceevnen eller uholdbare prisstigninger på boligmarkedet. Sidstnævnte kan forekomme, fordi der er et tæt samspil mellem boligmarkedet og realøkonomien, jf. også afsnit II.4. Den efterfølgende normalisering af løn- og prisniveauerne risikerer at strække sig over længere tid, da nominelle stivheder gør det vanskeligt at reducere priser og især lønninger. Det betyder, at efterspørgslen vil være lavere i en længere periode, hvilket indebærer højere ledighed. Problemets omfang øges, jo mere priser og lønninger i opgangstider er steget.

Typiske indikatorer for en sådan overophedning af økonomien er lav ledighed, en svækkelse af produktivitetsvæksten, accelererende priser og lønninger, et højt antal jobopslag, høj aktivitet og høje prisstigninger på boligmarkedet, øget gældssætning i husholdningerne og en forringelse af betalingsbalancen.

Markant stigning i producentpriserne, …

De højere lønstigninger samt stigende råvare- og fragtpriser har øget virksomhedernes produktionsomkostninger, og dette er slået igennem på producentpriserne.[9] I august nåede årsstigningen i det samlede producentprisindeks for varer op på 12,8 pct. Kun en mindre del af dette kan tilskrives basiseffekter, dvs. at årsvæksten alt andet lige vil være højere i år, fordi priserne på samme tidspunkt i 2020 befandt sig på et lavt niveau.

… men kun lidt højere inflation i forbrugerpriserne

De stigende inputpriser i virksomhederne har omvendt endnu kun i begrænset omfang sat sig i forbrugerprisinflationen, jf. figur II.17. Inflationen er tiltaget henover foråret og sommeren og nåede med 1,8 pct. i august det højeste niveau siden 2012. Stigningen i forbrugerpriserne er dog ikke på niveau med stigningen i producentpriserne. Samtidig sker inflationsstigningen fra et lavt niveau, og en del kan derfor tilskrives basiseffekter. I takt med, at disse basiseffekter aftager, vil inflationen alt andet lige falde en smule tilbage igen. Kerneinflationen har desuden ligget relativt stabilt igennem den periode, hvor inflationen er steget. Det indikerer, at presset fra højere inputpriser i virksomhederne ikke er slået igennem på forbrugerpriserne i økonomien mere generelt. Forbrugernes inflationsforventninger er ifølge Danmarks Statistiks forbrugerforventningsundersøgelse steget i takt med inflationen, men befinder sig fortsat på niveau med 2019.

Virksomheder tilbageholdende med at øge salgspriser

Når producentpriserne er steget markant mere end forbrugerpriserne, indikerer det, at virksomhederne er tilbageholdende med at overvælte stigende produktionsomkostninger i salgspriserne. I stedet absorberes de højere omkostninger i profitten. Så længe de højere omkostninger kun forventes at være midlertidige og senere falder tilbage igen, er det derfor mindre sandsynligt, at det vil sætte sig nævneværdigt i forbrugerpriserne. Hvis omkostningerne omvendt forbliver på et højere niveau i en længere periode eller stiger yderligere, må det forventes, at der på et tidspunkt sker en hel eller delvis overvæltning til forbrugerpriserne. Så længe virksomhederne ikke hæver salgspriserne, bidrager det ikke til at tilpasse efterspørgslen nedad, og i en situation med mangel på materialer og arbejdskraft kan virksomhederne derfor i stedet blive nødt til at afvise ordrer.

9) Producentpriserne angiver priserne på varer i første omsætningsled, dvs. virksomhederne imellem.

HOVEDSCENARIET ER EN BLØD LANDING

Højkonjunktur medfører fortsat løn- og prispres

Som beskrevet tidligere i afsnittet vurderes en del af det aktuelt høje pres på dele af arbejds- og varemarkedet at kunne tilskrives midlertidige forhold som følge af pandemien og genåbningen. Denne del af kapacitetspresset vurderes derfor gradvist at aftage. I modsat retning trækker, at dansk økonomi ventes at bevæge sig ind i en højkonjunktur de kommende år. Det vil indebære et fortsat pres på økonomiens ressourcer og dermed også et tiltagende løn- og prispres. I år og næste år skønnes lønningerne at stige med ca. 2½ henholdsvis 3 pct., mens der ventes en inflation på omkring 1½ pct. i begge år. Højere priser og lønninger ventes gradvist at lægge en dæmper på efterspørgslen i dansk økonomi. Hovedscenariet i prognosen er altså en "blød landing", hvor beskæftigelsesgap gradvist reduceres fra ca. 1¾ pct. i 2022 til omkring 0 i 2025.

Risiko for højere kapacitetspres gennem større forbrugsvækst …

Der er imidlertid fortsat en risiko for, at efterspørgselsvæksten kan blive kraftigere end forudsat i prognosen. Efterspørgslen kan hovedsageligt stige hurtigere end ventet, fordi husholdningerne det seneste år har akkumuleret en betydelig formue, som kan give anledning til en mere markant stigning i forbruget end lagt til grund i prognosen. Mulige kilder til en mere markant forbrugsvækst kan være, hvis husholdningerne i højere grad vælger at belåne de stigende friværdier, eller hvis en større andel af den forhøjede opsparing eller de udbetalte feriepenge omsættes til forbrug. En større forbrugsfremgang øger højkonjunkturen og dermed risikoen for, at der opbygges ubalancer.

… eller fortsatte forstyrrelser fra pandemien

Der er også en risiko for, at det nuværende kapacitetspres på varemarkedet bliver fastholdt i en længere periode som følge af fortsatte smitteudbrud i udlandet. Fortsatte smitteudbrud kan dels betyde, at de nuværende forstyrrelser i de globale forsyningskæder forårsaget af pandemien varer ved i en længere periode, og dels kan det forsinke en normalisering af forbrugsmønstrene, sådan at den højere efterspørgsel efter visse varer fastholdes i en længere periode. En mere ugunstig udvikling i pandemien i Danmark kan desuden medføre, at det betydelige behov for coronarelateret arbejdskraft fastholdes, hvilket alt andet lige vil øge presset på den resterende del af arbejdsmarkedet. I modsat retning trækker dog, at det formentlig vil medføre en forværring af forbruger- og erhvervstilliden i Danmark og udlandet, hvis pandemien trækker ud, og det vil trække i retning af en lavere efterspørgsel og dermed et lavere kapacitetspres.

II.4 UDVIKLINGEN PÅ BOLIGMARKEDET

Indhold i afsnittet

Som beskrevet i afsnit II.3 er der høj aktivitet og efterspørgsel i store dele af økonomien, og især boligmarkedet har det seneste år været karakteriseret ved mange handler og høje prisstigninger. Dette afsnit beskriver den seneste udvikling på boligmarkedet og præsenterer prognosen for boligmarkedet de førstkommende år.

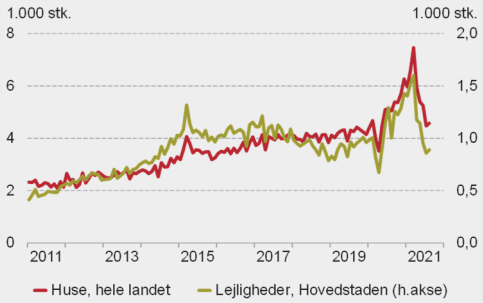
LAVERE AKTIVITET SIDEN FORÅRET

Ekstraordinært høj aktivitet er løjet af

Aktiviteten på boligmarkedet har siden foråret nærmet sig mere normale tilstande efter et år med usædvanlig høj aktivitet. Den lavere aktivitet afspejles både i et handelsomfang, der er faldet til niveauet fra 2019, jf. figur II.18, og i et betydeligt fald i antallet af fremvisninger. Det gælder både fremvisninger af huse på landsplan, men også for lejligheder i Hovedstaden, jf. figur II.19.

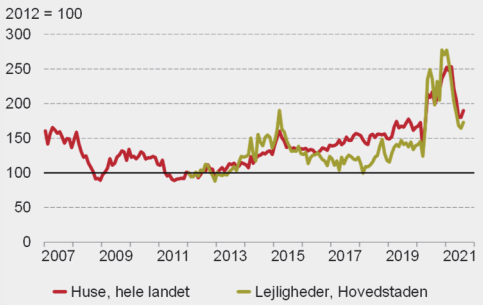
FIGUR II.18 SOLGTE BOLIGER

Antal solgte boliger er faldet markant.



FIGUR II.19 FREMVISNINGER

Antal fremviste boliger er faldet markant.



Anm.: Egen sæsonkorrektion af Boligsidens tal for antal solgte boliger. Seneste observation er august 2021.

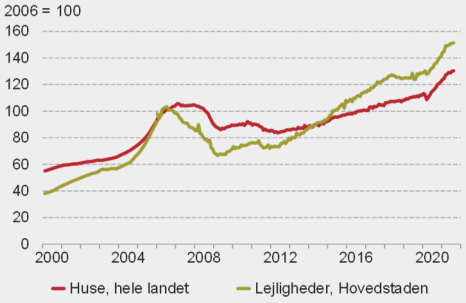
Kilde: Boligsiden og egne beregninger (venstre) og Home via Danske Bank (højre).

Lavere prisstigninger siden foråret

Den mere afdæmpede aktivitet må forventes at slå igennem på boligpriserne med en vis forsinkelse og afspejles derfor endnu ikke fuldt ud i prisudviklingen. Der er imidlertid tegn på, at også prispresset på boligmarkedet er aftaget de seneste måneder. Dette gælder særligt for ejerlejligheder i Hovedstaden, jf. figur II.20. Samtidig er de gennemsnitlige nedslag begyndt at stige, både for huse i hele landet og for lejligheder i København, jf. figur II.21. Niveauet for nedslagene er dog lavt, og også de fortsat meget lave gennemsnitlige salgstider understreger, at der stadig er et betydeligt pres på boligmarkedet.

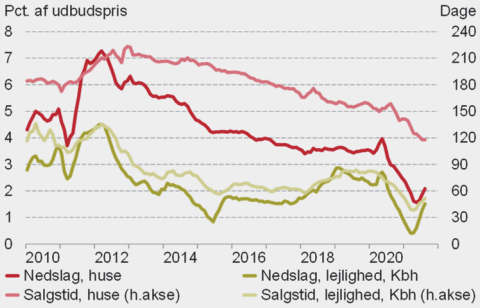
FIGUR II.20 BOLIGPRISER

Boligpriserne ligger på højt niveau, men stigningstakten er afdæmpet på det seneste.



FIGUR II.21 NEDSLAG OG SALGSTID

De gennemsnitlige salgstider ligger på et lavt niveau og nedslagene er steget fra et lavt niveau.



Anm.: Boligpriserne er baseret på Danmarks Statistik til og med juli og fremskrevet med stigningstakten i Boligsidens tal for august 2021. Egen sæsonkorrektion af boligpriser fra Danmarks Statistik samt priser, nedslag og salgstider fra Boligsiden. Seneste observation er august 2021.

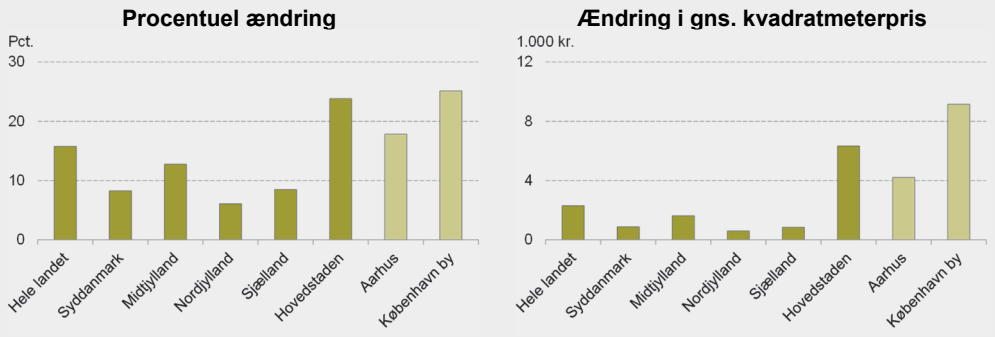
Kilde: Danmarks Statistik, Boligsiden og egne beregninger.

Prisstigninger i hele Danmark, men forskel i størrelsen

Boligpriserne er det seneste år steget i alle dele af Danmark. Der er dog geografisk variation i, hvor meget priserne er steget. Dette gælder både procentuelt, men i særdeleshed også, hvis man opgør prisstigningerne i kroner, jf. figur II.22. Den gennemsnitlige kvadratmeterpris på et hus i København er steget ca. 9.000 kr. siden begyndelsen af 2020 svarende til, at et standardhus i København er blevet 1,3 mio. kr. dyrere i løbet af det seneste halvandet år. I Region Nordjylland er et standardhus derimod kun blevet 85.000 kr. dyrere.

FIGUR II.22 REGIONALE HUSPRISSTIGNINGER

Huspriserne er steget mest i København og Hovedstadsområdet det seneste halvandet år. Dette gælder både, når ændringerne opgøres i procent og i kroner.



Anm.: Egen sæsonkorrektion på baggrund af data fra Boligsiden. Figuren viser august 2021 ift. januar 2020.

Kilde: Boligsiden og egne beregninger.

MIDLERTIDIGE FORHOLD HAR FORMENTLIG DREVET STOR DEL AF PRISSTIGNINGERNE

Fundamentale forhold har medvirket til prisstigninger

De markante prisstigninger gennem det seneste år har givet anledning til diskussion om de bagvedliggende årsager, jf. *Dansk Økonomi, forår 2021*. Forklaringerne kan deles op i tre kategorier: Fundamentale forhold, midlertidige coronarelaterede forhold og selvopfyldende forventninger. Udviklingen i de fundamentale forhold har været gunstig over det seneste år med både lave finansieringsomkostninger og indkomstfremgang. Disse faktorer kan dog ikke forklare hele prisstigningen.

Boligbyrden er steget i København

Det seneste års boligprisstigninger har øget boligbyrden, dvs. boligejerenes udgifter til at købe og eje en bolig det første år relativt til indkomsten. Når boligbyrden opgøres for huse i hele landet, er niveauet dog fortsat moderat i et længere perspektiv, jf. figur II.23. Dette afspejler de generelt set gunstige fundamentale forhold. Boligbyrden for lejligheder i København er steget siden 2019, og stigningstakten er tiltaget i første halvår 2021. Niveauet for boligbyrden for lejligheder i København er nu omtrent på samme niveau som i begyndelsen af 2005, men fortsat knap 20 pct. under niveauet fra toppen i 2006. Fortsat høje boligprisstigninger eller en betydelig rentestigning kan dog hurtigt bringe boligbyrden i København i nærheden af niveauet i 2006.

FIGUR II.23 BOLIGBYRDE

Boligbyrden for huse i hele landet er steget i år, men ligger fortsat på et lavt niveau. Boligbyrden for lejligheder i København har udvist en større stigning de seneste år.

Anm.: Egen beregning af boligbyrden, jf. boks II.5. Seneste observation er 2. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank, Finans Danmark, Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og Statistikbanken, og egne beregninger.

Midlertidige coronarelaterede forhold

De mere normale tilstande på boligmarkedet siden foråret indikerer, at en del af den ekstraordinært høje aktivitet igennem 2020 og begyndelsen af 2021 kan tilskrives midlertidige coronarelaterede forhold. Den øgede tid brugt i hjemmet i 2020 og i begyndelsen af 2021 ændrede formentlig en række husholdningers boligpræferencer. Sammen med flere frie midler end normalt (pga. restrikteret forbrug og udbetalte feriepenge), kan det have givet anledning til både flere og fremrykkede boligkøb. Denne effekt er formentlig ved at finde et mere normalt leje. I løbet af 2021 er mange også vendt tilbage til en højere grad af fysisk tilstedeværelse på arbejdspladsen, hvilket kan have givet anledning til mere normal søgeaktivitet. Det kan være medvirkende til, at antallet af fremviste boliger målt i forhold til antallet af solgte boliger er faldet tilbage på et mere normalt niveau efter at have ligget ekstraordinært højt i midten af 2020.

Begyndelsen på et bobleforløb?

Det er også muligt, at en del af prisstigningerne afspejler, at nogle boligkøbere ønsker at komme ind på markedet, før det er for sent. Det kan give anledning til et selvopfyldende forløb, hvor boligkøbernes forventninger om yderligere prisstigninger øger efterspørgslen og presser priserne yderligere op. En sådan situation risikerer særligt at opstå, når boligpriserne er steget hastigt over en længere periode, og de potentielle købere baserer deres forventninger til fremtiden på den seneste udvikling. De undervurderer derved risikoen for, at priserne kan falde og agerer ud fra overoptimisme.

BOKS II.5 BOLIGBYRDE

Boligbyrden måler udgifterne til at købe og eje en bolig det første år i forhold til den disponible indkomst. Beregningen er uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, efterår 2021*.

Figur II.23 inkluderer følgende udgifter: Renteudgifter til boliglån i bank og realkredit efter skat samt afdrag og boligskatter. Boligbyrden opgøres for en standardbolig og med de aktuelle rente- og skattesatser på det givne tidspunkt. Boligbyrden kan opgøres for forskellige lånefinansieringer. I figuren vises beregninger for et fastforrentet realkreditlån med afdrag. Hus- og lejlighedspriserne er kvadratmeterpriser fra Finans Danmark.

Indkomsten er husholdningernes disponible indkomst korrigeret for den ekstraordinære skattebetaling af den førtidige udbetaling af feriepenge. Udbetalingen af feriepengene indgår ikke i den disponible indkomst, da de i nationalregnskabet konteres på optjeningstidspunktet. Der anvendes indkomst for hele landet hhv. København.

Formel test kan give indikation af, om der er bobletendenser

Når boligprisudviklingen ikke fuldt kan forklares af fundamentale forhold, kan det være vanskeligt at afgøre, hvorvidt prisudviklingen udviser tegn på at være drevet af spekulativ adfærd, eller om udviklingen skyldes andre, midlertidige forhold. Spørgsmålet kan tilgås ved spørgeskemabaserede undersøgelser om, hvordan danske husholdningers boligprisforventninger udvikler sig, samt hvad forventningerne baseres på, jf. eksempelvis Boligøkonomisk Videncenter (2021). Den seneste undersøgelse fra september viser, at hovedparten af respondenterne forventer højere boligpriser de kommende år, og at mange baserer deres forventninger til fremtiden på den historiske udvikling i priserne. Forklaringskraften knyttet til det seneste halve års prisudvikling er dog lavere i seneste undersøgelse end i foråret, og det peger isoleret set i retning af mindsket risiko for bobledannelse. I tillæg til de spørgeskemabaserede undersøgelser findes en række mere formelle test, der forsøger at besvare, om prisudviklingen er eksplosiv, jf. boks II.6.

BOKS II.6 TEST FOR BOBLER PÅ BOLIGMARKEDET

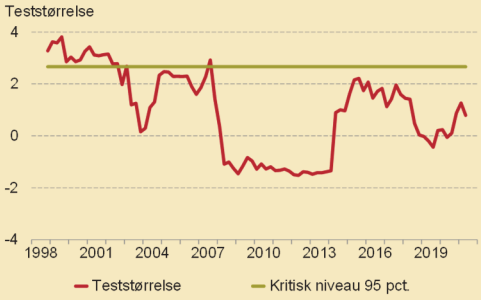
Der findes en række forskellige tilgange til at undersøge, om der er tegn på bobler i aktivpriser. I denne boks anvendes PSY-testen af Phillips mfl. (2015). Det er samme test, som anvendes af Nationalbanken og Det Systemiske Risikoråd. Testen er baseret på en rekursiv algoritme, der foretager en række statistiske test for, om dele af tidsserien (med en minimumslængde på 28 kvartaler) kan antages at følge en eksplosiv proces. I testen vil dette være tegn på en boble. Metoden er uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, efterår 2021*. Testen giver ikke en forklaring på årsagen bag en prisudvikling, men en eksplosiv tendens kan være i overensstemmelse med hypotesen om en spekulativ boble.

En anvendelse af testen på de reale boligpriser viser, at der aktuelt ikke er tegn på eksplosivitet i de reale priser på enfamiliehuse i hele landet, jf. figur A. Der er dermed ikke tegn på, at priserne udvikler sig på en måde, der indikerer en spekulativ boble. Teststørrelsen for andet kvartal falder, fordi den kvartalsvise vækst i den reale boligpris aftager fra over 3 pct. til ca. ¼ pct. Til sammenligning indikerede testen, at der var en boligboble i tredje kvartal 2005. På daværende tidspunkt var de reale boligpriser steget med i alt 12 pct. siden fjerde kvartal 2003.

For lejligheder i Region Hovedstaden har prisstigningerne i særligt fjerde kvartal 2020 og første kvartal 2021 været høje, men teststørrelsen indikerer, at der ikke er tegn på en boble. I andet kvartal 2021 faldt de reale priser med knap ¼ pct. Som det fremgår af figur B, lå teststørrelsen lige under det kritiske niveau i midten af 2015. Det skal ses i lyset af, at de reale lejlighedspriser steg med knap 40 pct. fra andet kvartal 2012 til tredje kvartal 2015. Til sammenligning er lejlighedspriserne steget med ca. 15 pct. fra første kvartal 2018 til andet kvartal 2021.

FIGUR A ENFAMILIEHUSE, HELE LANDET

FIGUR B LEJLIGHEDER, HOVEDSTADEN



Anm.: De nominelle boligpriser er deflateret med forbrugerpriserne. Seneste observation er 2. kvartal 2021.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Ikke tegn på bobler på boligmarkedet endnu, …

De stigende reale boligpriser det seneste år har givet anledning til, at en formel test for eksplosivitet i huspriserne har bevæget sig nærmere det kritiske niveau for bobletendenser. Testen viser dog, at der aktuelt ikke er tegn på eksplosivitet i hverken de reale huspriser på landsplan eller i de reale lejlighedspriser i Region Hovedstaden. Derimod viser testen tegn på eksplosive prisstigninger i perioden op til finanskrisen, ligesom prisudviklingen på lejligheder i Hovedstaden i slutningen af 90'erne, op til finanskrisen og i midten af 2010'erne var i nærheden af at kunne betegnes som eksplosiv. I midten af 2010'erne blev tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter annonceret, udbetalingskravet blev hævet til 5 pct., og kreditreglerne for låntagere med høj gældsfaktor i vækstområderne blev strammet, jf. *Dansk Økonomi, forår 2021*. En mulig fortolkning af indikationen på eksplosivitet er, at selvopfyldende forventninger drev boligprisstigningerne op til finanskrisen, men at det samme ikke ser ud til at gøre sig gældende i den nuværende situation.

… men det kan opstå

Hvis prisstigningstakten tiltager på ny, vil teststørrelsen igen nærme sig det kritiske niveau. Beregninger viser, at et enkelt kvartals real prisfremgang på 8½ pct. eller yderligere fire kvartalers stigning i omtrent samme omfang som fra midten af 2020 til begyndelsen af 2021 vil give udslag i, at testen indikerer en boble på boligmarkedet, jf. *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, efterår 2021*.

FORTSAT AFDÆMPET UDLÅNSVÆKST

Boligprisstigninger kan give højere udlånsvækst

Høje boligprisstigninger øger boligejernes friværdier, hvilket særligt giver kreditbegrænsede husholdninger bedre mulighed for sikkerhedsstillelse og derved for optagelse af yderligere lån. Den højere belåning kan anvendes til øget forbrug eller boligforbedringer, hvilket forstærker de makroøkonomiske udsving. Disse udsving har en omkostning, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Danmarks Nationalbank (2020) har fundet, at økonomiske kriser på bagkant af kreditvækst og kraftige boligprisstigninger alt andet lige er længere end andre kriser. Det er derfor væsentligt at holde øje med kreditgivningen i en periode med kraftigt stigende boligpriser.[10]

Finansiel stabilitet kan også påvirkes

Hvis boligpriserne falder, øges risikoen for, at bank- og realkreditinstitutter taber penge på udlånene.[11] Denne risiko øges i tilfælde af, at boligpriserne er overvurderede, men husholdninger og virksomheder ikke har

10) Grinderslev mfl. (2017) finder, at de reale boligpriser er en ledende indikator for boligudlånsvæksten, der er positivt korreleret, men med et lag på omkring otte kvartaler.

11) I forbindelse med finanskrisen oplevede institutterne i langt højere grad tab på udlån til erhverv end til husholdningerne, jf. Finanstilsynet (2014).

indset dette og derfor undervurderer deres gældssætning. Hvis tabene sker i stort omfang, kan det påvirke den finansielle stabilitet og få institutterne til at stramme op på kreditgivningen, hvilket forstærker de negative effekter på makroøkonomien af i forvejen faldende boligpriser.

Friværdierne er steget og belåningsgraden faldet

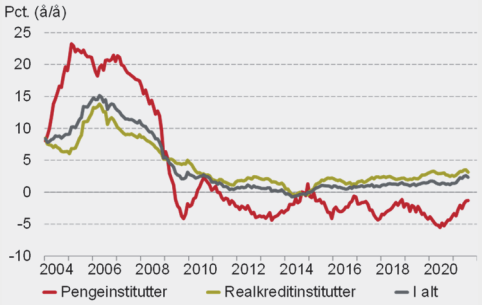
De markante boligprisstigninger gennem det seneste år har givet udslag i kraftigt stigende friværdier, så de gennemsnitlige friværdier (korrigeret for den almindelige prisudvikling) nu er omtrent på niveau med toppen i 2006, jf. figur II.24. De stigende friværdier skal ses i lyset af de stigende boligpriser, mens udlånsvæksten fortsat er afdæmpet. Det sidste er en væsentlig forskel i forhold til situationen i midten af 2000'erne. Samlet indebærer udviklingen, at den gennemsnitlige belåningsgrad for parcelhusejere i første kvartal af 2021 faldt til lige under 50 pct. Det er omtrent på samme niveau som i midten af 2000'erne, før boligpriserne for alvor steg og fik belåningsgraden til at falde frem mod 2007. Som en gennemsnitsbetragtning er de danske boligejere derfor godt rustet til at kunne modstå eventuelle boligprisfald. Det betyder dog ikke, at der ikke er husholdninger, der kan komme i problemer ved eventuelle boligprisfald.

FIGUR II.24 REAL FRIVÆRDI

Den gennemsnitlige reale friværdi er steget markant det seneste år.

FIGUR II.25 UDLÅNSVÆKST

Udlånsvæksten er steget svagt i 2021, men er fortsat afdæmpet i et længere perspektiv.



Anm.: Friværdierne er beregnet af Realkredit Danmark og er opgjort som gennemsnittet for ejerboliger og fritidshuse i hele landet korrigeret for prisudviklingen. Seneste observation er 1. kvartal for den gennemsnitlige friværdi og august 2021 for udlånsvæksten.

Kilde: Realkredit Danmark (venstre) og Danmarks Nationalbank (højre).

Store geografiske forskelle i friværdistigningerne

Ligesom der har været betydelige forskelle på prisstigningerne det seneste år på tværs af landet, er der også betydelige forskelle på, hvor meget friværdierne er steget, og hvor store friværdierne er. Ifølge beregninger fra Realkredit Danmark er friværdierne siden fjerde kvartal

2019 i relative termer steget mest på Lolland med ca. 65 pct. Friværdierne har dog et lavt niveau, og stigningen svarer i nominelle termer til 103.000 kr., hvilket er under landsgennemsnittet på ca. 425.000 kr. I kontrast til dette er friværdierne i eksempelvis Gentofte steget ca. 30 pct., svarende til godt 1,2 mio. kr.

Udlånsvæksten er fortsat afdæmpet

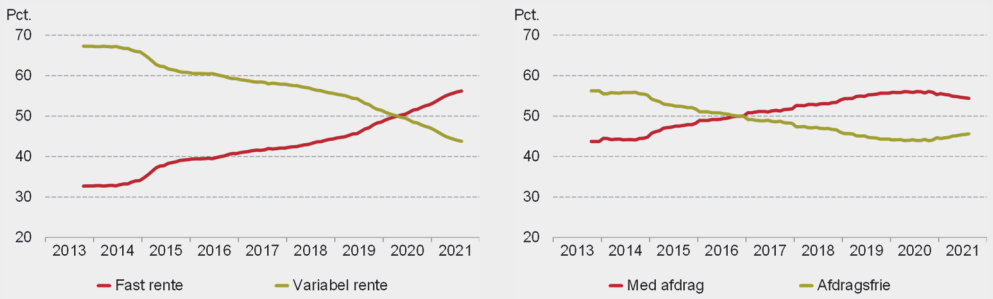
Realkreditudlånet er steget svagt de seneste år, men stigningstakten er langt under det, man så i årene op til finanskrisen, jf. figur II.25. Det stigende realkreditudlån skal ses i sammenhæng med, at boligpriserne er steget, hvilket alt andet lige betyder, at der skal optages et større lån ved boligkøb. Det samlede udlån er vokset i endnu mere begrænset omfang end realkreditudlånet, fordi bankudlånene er faldet over en længere periode.

Større andel fastforrentede lån, …

I sammensætningen af realkreditudlånene fylder de fastforrentede lån en stadigt større andel af det samlede udlån, og i august udgjorde de fastforrentede lån 56 pct. af det samlede udlån, jf. figur II.26. Det hænger sammen med, at de lange renter er faldet de seneste år. Den stigende andel af fastforrentede lån øger dels husholdningers robusthed overfor fremtidige rentestigninger, dels giver det husholdningerne en større friværdibeskyttelse. Det skyldes, at kursen på lånene vil falde, når renten stiger, og hvis lånet skal indfries, kan det derfor gøres til en lavere kurs, hvorved en del af restgælden skæres af. Det kan være særligt vigtigt for husholdningernes robusthed, hvis boligpriserne falder samtidig med en rentestigning.

FIGUR II.26 SAMMENSÆTNING AF REALKREDITUDLÅN

Andelen af fastforrentede henholdsvis andelen af afdragsfrie lån er steget det seneste år.



Anm.: Seneste observation er august 2021.

Kilde: Danmarks Nationalbank.

… men også flere afdragsfrie

Andelen af afdragsfrie lån er fortsat med at stige gennem 2021, og det bryder med den ellers faldende tendens over perioden 2013-20. Tendensen drives udelukkende af de afdragsfrie lån med fast rente. I andet kvartal 2021 var over halvdelen af den nystiftede realkreditgæld uden afdrag, og de afdragsfrie lån er særligt populære blandt boligejere over 60 år, jf. Danmarks Nationalbank (2021b). Der er formentlig en stor andel af denne gruppe, der samtidig har en betydelig friværdi. Tendensen til, at de afdragsfrie lån i højere grad er fastforrentede, skal ses i lyset af de seneste års stramninger af den finansielle regulering, som indebærer, at nogle husholdninger ikke har mulighed for at vælge afdragsfrihed med variabel rente som følge af for høj belåningsgrad. Kreditvurderingen fra institutterne foretages på samme måde, uanset om lånet er med eller uden afdrag, men for den enkelte husholdning kan det give mere luft i budgettet at vælge et afdragsfrit lån. I 2020 var den afdragsfrie kreditgivning omtrent ligeligt fordelt mellem boligejere med belåningsgrad på henholdsvis over og under 60 pct., jf. Danmarks Nationalbank (2021b).

Risikable lån mest udbredte i større byer og Nordsjælland

Der er betydelige geografiske forskelle i lånesammensætningen. De afdragsfrie lån er steget i alle kommuner det seneste år, men realkreditgæld uden afdrag er fortsat mest udbredt i og omkring de større byer og i Nordsjælland, jf. Danmarks Nationalbank (2021a). En analyse fra Realkredit Danmark viser, at det samme mønster gælder de variabelt forrentede lån, jf. Realkredit Danmark (2021). Der ser dermed ud til at være en sammenhæng mellem områder med et højt prisniveau og områder med relativt høj udbredelse af risikable lån.

UDSIGT TIL FORTSAT STIGENDE BOLIGPRISER

Udsigt til fortsat høj boligefterspørgsel

Der er normalt en tæt sammenhæng mellem udviklingen på boligmarkedet og udviklingen i økonomien generelt, jf. boks II.7. Udsigterne for dansk økonomi er fortsat gunstige, og beskæftigelsen ventes at ligge et stykke over det skønnede strukturelle niveau de kommende år, jf. prognosen præsenteret i afsnit II.3. Det øger husholdningernes indkomst og virker understøttende for udviklingen på boligmarkedet. Samtidig er der udsigt til et lavt renteniveau de kommende år, jf. afsnit II.5, hvilket ligeledes understøtter husholdningernes muligheder for at købe og eje en bolig. Den seneste udvikling indikerer da også, at der fortsat er høj efterspørgsel efter boliger, selvom aktiviteten har fundet et mere normalt leje på det seneste. Meget tyder på, at en del af de høje prisstigninger sidste år kan tilskrives midlertidige, coronarelaterede forhold, og prisstigningerne ventes at fortsætte den mere afdæmpede udvikling henover efteråret og vinteren. Den markante fremgang i begyndelsen af året giver dog anledning til et højt årsniveau i år, og samlet ventes priserne at stige ca. 11¼ pct. i år og ca. 2¾ pct. i 2022.

BOKS II.7 SAMSPIL MELLEM BOLIGMARKED OG REALØKONOMI

Der er en tæt sammenhæng mellem udviklingen på boligmarkedet og udviklingen i økonomien generelt. Det skyldes, at økonomisk fremgang øger beskæftigelsen og indkomsterne, hvilket øger boligefterspørgslen og dermed boligpriserne på kort sigt. De højere boligpriser har et tilbagespil på væksten igennem flere kanaler. For det første giver højere boligpriser et øget incitament til boligbyggeri, hvilket øger boliginvesteringerne og dermed den samlede efterspørgsel. For det andet øges boligejernes friværdier, og den højere formue kan virke til at øge forbruget, selv hvis friværdien ikke realiseres. De højere friværdier kan også belånes, og for kreditbegrænsede husholdninger giver det mulighed for at anvende de frigivne midler til forbrug eller boligforbedringer. Det bidrager ligeledes til at øge den samlede efterspørgsel og dermed beskæftigelsen og indkomsten.

I takt med, at boligbyggeriet øges og færdiggøres, stiger boligudbuddet, hvilket lægger et nedadgående pres på priserne. Effekterne vendes derfor om, og mere afdæmpede boligprisstigninger (eller ligefrem prisfald) medvirker til at dæmpe forbrug og investeringer.

Høj aktivitet medvirker til høje boliginvesteringer

Det seneste års høje aktivitet på boligmarkedet har også givet udslag i en markant stigning i boliginvesteringerne. Det skal ses i lyset af, at boligkøb ofte giver anledning til renoveringsaktivitet, hvilket øger boliginvesteringerne. Herudover virker høje boligprisstigninger til at øge incitamentet til nybyggeri. En mindre del af stigningen i boliginvesteringerne skyldes, at handelsomkostninger i forbindelse med boligkøb medregnes i boliginvesteringerne. Høj aktivitet og høje boligpriser medvirker derfor automatisk til høje boliginvesteringer. Boliginvesteringerne skønnes at stige ca. 16 pct. i år og ca. 2¼ pct. næste år. Den markante stigning i år skyldes primært høj vækst i boliginvesteringerne igennem 2020 og første halvår 2021, mens der ventes mere afdæmpede investeringsstigninger i andet halvår i år.

Udbuddet af boliger er fortsat lavt

Den høje salgsaktivitet gennem det seneste år har medvirket til, at det samlede udbud af boliger til salg er faldet markant. De seneste måneders mere afdæmpede salgsaktivitet har dog betydet, at tilgangen af nye boliger igen kan følge med salget, og det samlede udbud af såvel huse som lejligheder til salg er steget svagt fra et lavt niveau siden foråret. Det færdiggjorte byggeri er endnu ikke steget i et betydeligt omfang, men det forventes at ske over de kommende år. Det vil gradvist medvirke til at dæmpe boligprisstigningerne.

II.5 INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE FORHOLD

Afsnittets indhold

Afsnittet indledes med en beskrivelse af vækstudsigterne for den internationale økonomi. Herefter gives en status på den globale mangel på materialer, der har medført stigende råvarepriser og fragtrater. Afslutningsvis diskuteres, om det aktuelle økonomiske opsving kan give anledning til, at centralbankerne i USA og euroområdet vil hæve deres ledende rente og i givet fald, hvornår det vil ske.

BESKRIVELSE AF UDLANDSPROGNOSEN

Adgang til vacciner er afgørende for genopretning

Der er udsigt til store forskelle i den økonomiske genopretning. I deres seneste prognose konkluderer IMF, at det i høj grad er adgangen til vacciner, der er bestemmende for, om et land har udsigt til en fortsat normalisering igennem resten af 2021 eller kan risikere stigende smittetal og dermed lavere økonomisk vækst, jf. IMF (2021a). Som beskrevet i afsnit II.2 er det overvejende de økonomisk avancerede lande, der har vaccineret en stor andel af deres befolkning. Denne forskel kan forøges yderligere i takt med, at de økonomisk avancerede lande begynder at give et tredje vaccinestik. Den økonomiske genopretning efter den anden runde af nationale nedlukninger henover vinteren og foråret 2021 forventes at fortsætte blandt Danmarks primære aftagerlande på trods af den hastige udbredelse af deltavarianten.[12] En fortsat vaccineudrulning, yderligere genåbning i særligt servicesektoren, en betydelig finanspolitisk stimulans i både USA og Europa og den meget lempelige pengepolitik er blandt årsagerne til den økonomiske fremgang blandt Danmarks aftagerlande. Samlet set forventes den sammenvejede BNP-vækst blandt Danmarks primære aftagerlande at blive ca. 5 pct. i 2021 og ca. 4½ pct. i 2022, jf. boks II.8.

12) Danmarks primære aftagerlande omfatter følgende ni lande: USA, Tyskland, Sverige, Norge, Holland, Kina, Storbritannien, Frankrig og Polen.

BOKS II.8 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN

Prognosen for international økonomi i 2021-22 tager udgangspunkt i de seneste prognoser fra IMF, EU-Kommissionen og OECD og er justeret i overensstemmelse med ny information. Frem mod 2025 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede strukturelle niveau.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på 70 dollar pr. tønde i 2021. Skønnet er baseret på udviklingen i futures, som tilsiger et svagt prisfald resten af året. Efter 2021 tilpasses olieprisen lineært frem mod niveauet i 2025 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra ECB. Den første renteforhøjelse forventes midt i 2023. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2025 er omtrent uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2021*.

TABEL A UDLANDSVÆKST OG RENTEPROGNOSE

	2020	2021	2022	2025[a)]
Vækstskøn		Pct.		
Tyskland	-4,9	2,9	4,6	-
USA	-3,4	6,0	4,3	-
Storbritannien	-9,8	6,7	5,3	-
Sverige	-2,9	4,2	3,7	-
Realvækst i aftagerlande	-4,1	4,9	4,4	1,6
		Dollar pr. tønde		
Oliepris	43	70	72	80
Renteskøn		Pct.		
ECB's udlånsrente	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1
Dansk tiårig statsobligation	-0,4	-0,1	0,1	0,6
Tysk tiårig statsobligation	-0,5	-0,3	-0,1	0,4
Dansk 30-årig realkreditrente	1,1	1,3	1,5	2,2

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2022 til 2025 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2025.

Anm.: Tabellen viser årsgennemsnittet for renterne.

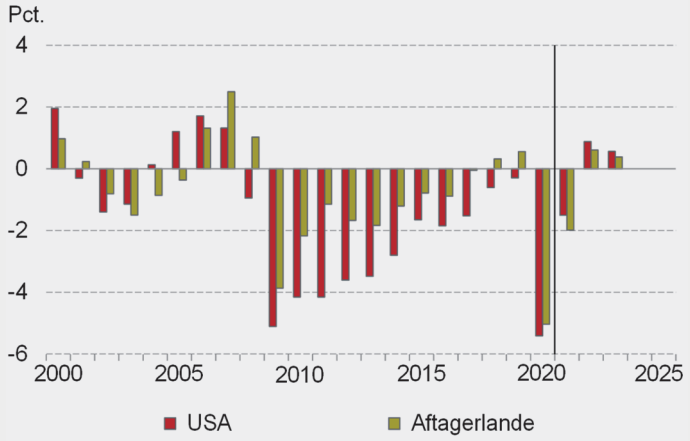
Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

Positivt output gap forventes i 2022-23

De høje vækstrater i 2021-22 medfører, at Danmarks primære aftagerlande under ét forventes at have et positivt output gap i 2022-23, jf. figur II.27. Et positivt output gap i 2022 betyder, at aftagerlandene under ét vil have et BNP-niveau, der har indhentet både det store fald i 2020 samt den underliggende, strukturelle vækst i økonomien fra 2019-22. Denne udvikling dækker imidlertid over en betydelig grad af heterogenitet mellem de enkelte lande. Eksempelvis forventes output gap i USA at være på knap 1 pct. i 2022, men ca. ½ pct. for aftagerlandene under ét. I 2023 ventes output gap i USA herefter at indsnævres som følge af et opadgående pres på priser og lønninger, bortfald af finanspolitisk stimulans samt en begyndende normalisering af pengepolitikken, jf. også senere i afsnittet. For aftagerlandene under ét forventes fortsat et output gap på ca. ½ pct. i 2023.

FIGUR II.27 OUTPUT GAP I USA OG AFTAGERLANDE

Det økonomiske opsving vil medføre et positivt output gap på knap 1 pct. i USA i 2022 og ca. ½ pct. i Danmarks primære aftagerlande.



Anm.: De strukturelle niveauer er fra OECD (2021a).
Kilde: OECD, *Economic Outlook*, 109, Macrobond og egne beregninger.

Udlandsvækst i 2021 opjusteret siden seneste prognose

Sammenlignet med *Dansk Økonomi, forår 2021* er den sammenvejede udlandsvækst blevet opjusteret med ca. ¼ pct.point i 2021 og ca. ½ pct.point i 2022. Dette kan sammenholdes med, at Den Europæiske Centralbank (ECB) i deres prognose fra september 2021 opjusterede den forventede vækst i euroområdet i 2021 med knap ½ pct.point i

forhold til deres forrige prognose fra juni 2021. I deres seneste prognose fra juli opjusterede IMF (2021a) ligeledes den forventede vækst i de økonomisk avancerede lande i 2021 med ½ pct.point i forhold til deres forrige prognose fra april 2021. Samtidig nedjusterede de den forventede vækst i udviklingslandene næsten tilsvarende, så den samlede vækst i verden er omtrent uændret.

Lille direkte effekt af lavere vækst i udviklingslande

Nedjusteringen af den økonomiske vækst i udviklingslandene skyldes især, at en hastig udbredelse af den mere smitsomme deltavariant har medført stigende smittetal og lokale nedlukninger i Sydøstasien, Afrika og Oceanien, hvor en mindre del af befolkningen er vaccineret, jf. også afsnit II.2. Nedjusteringen af væksten i udviklingslandene har dog kun en lille direkte effekt på dansk økonomi igennem en lavere eksport. Effekten på dansk økonomi kan i stedet være indirekte og forekomme igennem øget usikkerhed, stigende pres på de globale forsyningskæder samt muligheden for, at der opstår nye virusvarianter, der spreder sig til resten af verden.

PMI-tal indikerer fortsat vækst i forbruget, …

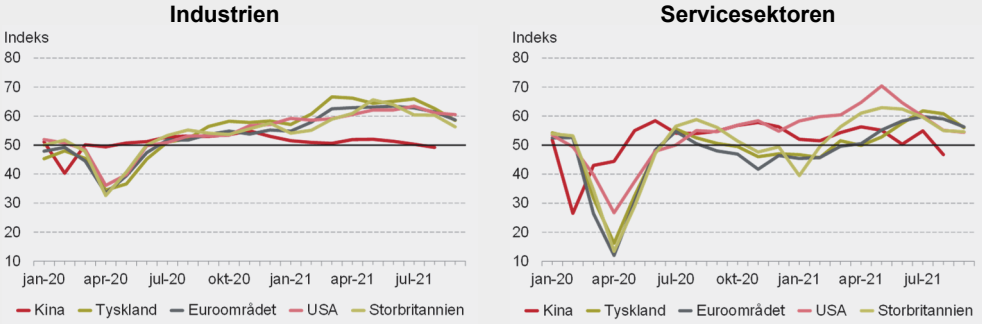
Opjusteringen af væksten i 2021 i nærværende prognose er bredt funderet og skyldes blandt andet en højere vækst i første halvår 2021 blandt Danmarks primære aftagerlande end forudsat i *Dansk Økonomi, forår 2021*. I euroområdet var væksten i andet kvartal 2021 ca. 0,7 pct.point højere end forventet i EU-Kommissionens seneste prognose fra juli 2021. PMI-tal for servicesektoren (*Purchasing Manager's Index*), der er en af de tidligste indikatorer for tilstanden i økonomien, viser, at der har været en stærk fremgang i det private forbrug efter genåbningen i flere europæiske økonomier op til sommeren 2021, jf. figur II.28.

… men i et aftagende tempo

PMI-tal for den kinesiske servicesektor faldt kraftigt i august til et niveau, der indikerer tilbagegang sammenlignet med forrige måned. Det er første gang siden april 2020, at PMI-tallet for den kinesiske servicesektor signalerer tilbagegang. Faldet skyldes formentligt lokale nedlukninger efter nye smitteudbrud med deltavarianten. Selvom PMI-tallene for både industrien og servicesektoren i euroområdet, USA og Storbritannien faldt i september 2021 i forhold til måneden før, er PMI-tallene stadigvæk over indeks 50, hvilket tyder på en fortsat vækst, men dog i et lavere tempo. Husholdningernes købekraft er stor, fordi nedlukningerne i foråret 2020 og første kvartal 2021 har givet anledning til en stor opsparing. På denne baggrund forventes det, at et stigende forbrug vil udgøre et betydeligt vækstbidrag til det økonomiske opsving i 2021-22. Eksempelvis forventer det amerikanske kongresbudgetkontor (CBO), at forbruget i USA vil vokse med 7,6 pct. i 2021 og 4,1 pct. i 2022 efter et fald på 3,9 pct. i 2020.

FIGUR II.28 PMI-TAL FOR UDVALGTE LANDE

PMI for både industrien og servicesektoren indikerer fortsat fremgang efter genåbningen, men hastigheden er aftaget siden maj 2021.



Anm.: PMI-indekset er baseret på indkøbschefers besvarelser af et spørgeskema om den aktuelle økonomiske situation og er sammensat af fem individuelle indeks for områderne: nye ordrer, produktion, beskæftigelse, leverandørers leveringstider og lager af indkøbte varer. Disse besvarelser omregnes til et indeks, hvor en værdi over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang) i forhold til den seneste måned. Seneste observation er september 2021, dog august for Kina.

Kilde: IHS Markit via Macrobond.

INFLATION OG GLOBAL MANGEL PÅ MATERIALER

Global mangel på materialer …

I løbet af 2021 har en kombination af stigende efterspørgsel og et lavt udbud som følge af blandt andet nedlukninger medført en global mangel på mange materialer. Manglen på materialer, som primært er en udfordring i dele af industrien og byggeriet, er et globalt fænomen, som ses på tværs af en række råvarer som f.eks. mikrochips, industrimetaller og tømmer. Kapacitetspresset har givet udslag i lange leveringstider og en markant stigning i råvarepriserne og fragtraterne, jf. figur II.29 og figur II.30. Prisen på træ er på det seneste dog faldet markant igen, siden prisen toppede tilbage i maj 2021.

… afspejler både høj efterspørgsel og lavt udbud

Ifølge eksempelvis IMF (2021b) kan flaskehalsene tilskrives en kombination af forstyrrelser i udbuddet og en høj efterspørgsel efter visse råvarer under pandemien. På udbudssiden har pandemien medført en række forstyrrelser i forsyningskæderne, herunder fordi råstofindvindingen, produktionen og containerfragten i flere tilfælde er blevet forsinket af restriktioner og nedlukninger. Det skyldes blandt andet den kinesiske nultolerance overfor smittetilfælde. På efterspørgselssiden har forbrugsskiftet over mod visse varer under pandemien, f.eks. elektronik

og byggematerialer, skubbet yderligere til kapacitetspresset. Efterspørgslen presses yderligere af, at virksomhedernes lagerbeholdninger er faldet markant under pandemien, jf. OECD (2021b). Det afspejler formentlig særligt nedlukningerne i industriproduktionen i starten af pandemien. En del af den høje vareefterspørgsel kan derfor også skyldes, at virksomhederne skal have genopbygget lagerbeholdningerne.

FIGUR II.29 RÅVAREPRISER

Priserne på visse råvarer er steget kraftigt siden foråret 2020. Prisen på træ toppede i maj 2021, men er siden faldet kraftigt igen.

FIGUR II.30 FRAGTRATER

Fragraterne er omtrent femdoblet siden februar 2020.

Anm.: For figuren til venstre er seneste observation 17. september for træ og 22. september 2021 for metaller. For figuren til højre er seneste observation august 2021 for Baltic-indekset og september 2021 for Shanghai–indekset. Shanghai-indekset (SCFI) viser fragtpriser for containere fra Shanghai til 13 forskellige destinationer. Baltic-indekset (BDI) er et fragtindeks for tørlast, der beskriver priserne på 20 internationale ruter.

Kilde: Macrobond.

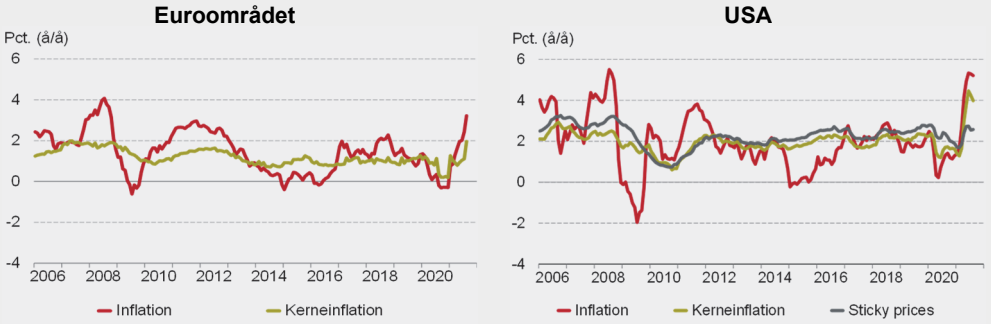
Tiltagende inflation i Europa og især i USA

Samtidig med den globale varemangel er inflationen tiltaget igennem 2021 i både euroområdet og især i USA, jf. figur II.31, hvilket har medført en diskussion om behovet for en normalisering af pengepolitikken. I euroområdet steg forbrugerpriserne med ca. 3 pct. i august 2021 (å/å), mens kerneinflationen steg til ca. 2 pct. Det skyldes især udløbet af en midlertidig momsnedsættelse i Tyskland i 2020, der vil trække inflationen op i resten af 2021. De amerikanske forbrugerpriser steg med 5,3 pct. (å/å) i august 2021, hvilket især skyldes store prisstigninger på energi (ca. 25 pct. å/å), brugte biler (ca. 32 pct. å/å) og transportydelser (knap 5 pct. å/å). Der er dog begyndende tegn på, at prisstigningerne er aftaget de seneste måneder. De månedlige forbrugerprisstigninger i USA er aftaget fra 0,9 pct. i juni 2021 til 0,3 pct. i august 2021, hvilket svarer til ca. 3⅔ pct. på årsbasis, som fortsat er et højt

niveau. Faldet skyldes især et stort fald i de månedlige prisstigninger på brugte biler fra 10 pct. i april til -1,5 pct. i august 2021.

FIGUR II.31 INFLATION

Inflationen er steget kraftigt siden foråret 2021 i både euroområdet og USA.



Anm.: For euroområdet vises det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), mens forbrugerprisindekset (CPI) vises for USA. Kerneinflation er inflation ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. *Sticky prices* angiver Federal Reserve Bank of Atlantas alternative inflationsmål baseret på CPI, der omfatter en mindre gruppe af varer, for hvilke prisen sjældent ændres. Seneste observation er august 2021.

Kilde: Macrobond og Federal Reserve Bank of Atlanta.

Alternativt inflationsmål viser stabile forventninger

Normalvis skyldes den særlige interesse for udviklingen i kerneinflationen, at det opfattes som et inflationsmål, der ikke påvirkes af prisudsving på fødevarer og energi, der typisk har store udsving, jf. Gordon (1975). Derfor anvendes kerneinflationen ofte som mål for inflationsforventningerne eksempelvis 12 måneder frem i tid. I den nuværende situation er det relevant at betragte et andet mål for inflationsforventningerne end kerneinflationen, så eksempelvis de ekstraordinært store prisstigninger på brugte biler og fragtrater ikke medtages. Et sådant mål offentliggøres af Federal Reserve Bank of Atlanta, jf. Bryan og Meyer (2010). Det opdeler produkterne i forbrugerprisindekset i to grupper alt efter, om prisen på produkterne ændres oftere eller sjældnere end medianen (som er en gang godt hver fjerde måned). Inflationsmålet med de rigide priser (de såkaldte *sticky prices*) er steget til ca. 2½ pct. i august 2021, hvilket omtrent svarer til niveauet før coronakrisen, jf. ovenstående figur II.31. Det kan være et tegn på, at det underliggende inflationspres fortsat er begrænset.

Risiko for vedvarende inflation

De månedlige prisstigninger i USA overstiger de nominelle lønstigninger, hvilket medfører en faldende realløn. Hvis husholdningerne som en reaktion på dette hæver deres lønforventninger, er det muligt, at et stigende lønpres vil være med til at lægge et nyt, opadgående pres på priserne (såkaldte andenrundeeffekter). Det vil trække i retning af, at den aktuelt høje inflation kan blive mere vedvarende, hvilket medfører en risiko for, at centralbankerne kan blive nødt til at stramme pengepolitikken markant på kort tid for at forhindre, at den høje inflation sætter sig i stigende inflationsforventninger.[13] Centralbankerne i både USA og euroområdet forventer dog, at den høje inflation er midlertidig.

FORTSAT LEMPELIG PENGEPOLITIK TRODS FREMGANG

Fortsat lave renter efter coronakrisen

I tillæg til den stigende inflation har den økonomiske genopretning, der har fundet sted henover sommeren 2021, på ny aktualiseret diskussionen om, hvornår centralbankerne kan forventes enten at nedtrappe deres opkøbsprogrammer eller begynde at hæve de ledende renter. Siden udbruddet af covid-19-pandemien har ECB fastholdt den ledende rente på -0,5 pct., mens Federal Reserve (Fed) i USA siden midten af marts 2020 har fastholdt den ledende rente i intervallet 0-0,25 pct. I Storbritannien er den ledende rente 0,1 pct., mens den er 0 pct. i Sverige. I slutningen af september hævede den norske centralbank den ledende rente fra 0 pct. til 0,25 pct. og påbegyndte dermed en normalisering af pengepolitikken.

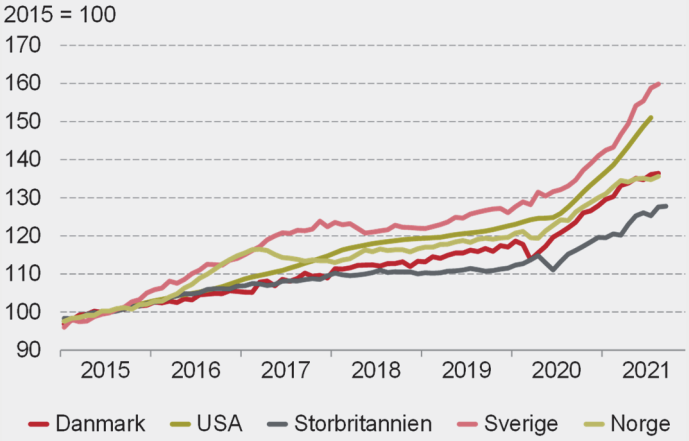
Tegn på aftagende boligprisstigninger i Sverige og Norge

De meget lempelige finansielle vilkår har haft en afsmittende effekt på flere aktivmarkeder og har blandt andet medvirket til stigende priser på råvarer, jf. tidligere i afsnittet, samt på aktie- og boligmarkederne. Boligpriserne i flere af Danmarks primære aftagerlande er steget kraftigt siden foråret 2021, jf. figur II.32. Der er dog tegn på, at prisstigningerne har været mere afdæmpede i Sverige og særligt Norge de seneste måneder, hvilket følger tendensen fra Danmark, jf. afsnit II.4.

13) Centralbankerne i f.eks. Brasilien, Rusland og Ungarn har allerede hævet renten mindst fire gange med mellem i alt 1-4,5 pct.point siden foråret 2020 for at stabilisere inflationsforventningerne og dæmpe stigende forbrugerpriser.

FIGUR II.32 NOMINELLE BOLIGPRISER

Boligpriserne er steget kraftigt siden foråret 2020 i flere af Danmarks primære aftagerlande. Der er dog tegn på, at prisstigninger er aftaget i Sverige og særligt Norge.



Anm.: Seneste observation er august 2021, dog juli 2021 for USA og september 2021 for Storbritannien. Prisindekset for Danmark er i august forlænget med vækstraten fra Boligsidens indeks. I Storbritannien faldt boligpriserne med godt 0,5 pct. i juli, da stempelafgiften på boligerne blev genindført, jf. Danmarks Nationalbank (2021c). Prisstigningerne er efterfølgende fortsat igen i august.

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, Statistikbanken og Boligsiden.

Rentefald siden maj 2021 er næsten reverseret

I perioden maj-august 2021 faldt renten på tiårige statsobligationer med ca. ½ pct.point i både Tyskland og i USA, jf. figur II.33. Rentefaldet skete ovenpå en stigning igennem efteråret 2020 samt første halvår 2021, hvor renterne kom tilbage på niveauet fra før coronakrisen. Faldet i renterne er umiddelbart i modstrid med forventningen om en fortsat økonomisk genopretning, fordi en bedring af verdensøkonomien alt andet lige vil lægge et opadgående pres på de lange renter. De faldende renter i Europa skyldes formentligt en kombination af en forøgelse af opkøbsprogrammet PEPP til ca. 80 mia. euro om måneden fra april 2021 samt overgangen til en symmetrisk inflationsmålsætning, jf. nedenfor. Siden midten af august er både den tyske og den amerikanske tiårige statsobligationsrente dog steget lidt igen, jf. også senere i afsnittet.

FIGUR II.33 RENTEN PÅ TIÅRIGE STATSOBLIGATIONER

Renten på tiårige statsobligationer i både Tyskland og USA faldt fra maj til august 2021, men er sidenhen steget lidt.

Anm.: Seneste observation er 28. september 2021.
Kilde: Macrobond.

Rentefald i USA skyldes fald i risikopræmien

Rentefaldet har været større i USA end i Tyskland. Beregninger fra Fed viser, at den faldende rente på tiårige statsobligationer skyldes et fald i risikopræmien, mens forventningen til de korte renter var uændrede ved udgangen af august 2021, jf. Christensen (2021). Dermed er investorerne blevet mere villige til at holde obligationer med en længere løbetid, hvilket er en indikation på, at de finansielle markeder ikke forventer, at den høje inflation i USA er permanent. Dette underbygges af, at de markedsbaserede inflationsforventninger er faldet fra ca. 2½ pct. i maj 2021 til ca. 2¼ pct. ved udgangen af september 2021. Derudover er vækstudsigterne for USA forringet for 2021 som følge af udbredelsen af deltavarianten, hvilket har fået både Fed (2021) og OECD (2021b) til at sænke den forventede vækst i 2021 i deres seneste prognoser fra september til nu ca. 6 pct. mod tidligere ca. 7 pct. i de forrige prognoser fra juni henholdsvis ultimo maj. Det forventede fald i vækstudsigterne har formentligt bidraget til rentefaldet.

Fed forventer tre rentestigninger i 2023

Efter det seneste rentemøde i Fed i september 2021 var konsensusforventningen blandt de stemmeberettigede medlemmer af den pengepolitiske komite (FOMC), at der kommer tre rentestigninger inden

udgangen af 2023. Halvdelen af medlemmerne forventede én rentestigning i løbet af 2022. Det blev på mødet besluttet at fortsætte de månedlige opkøb, der siden juni 2020 har været på 120 mia. dollars. Samtidig fortalte den amerikanske centralbankchef, Jerome Powell, at der havde været en betydelig bedring på begge Feds målsætninger om fuld beskæftigelse og en gennemsnitlig inflation på 2 pct., og hvis denne fremgang fortsatte, vil nedtrapningen af de månedlige opkøb snart kunne begynde og forventes at være afsluttet i midten af 2022. I ugen efter rentemødet steg den amerikanske tiårige statsobligationsrente med ca. 0,2 pct.point. Dermed er det meste af rentefaldet siden maj 2021 igen reverseret.

Fortsat efterslæb på det amerikanske arbejdsmarked

I august 2021 var den amerikanske beskæftigelse fortsat ca. 5½ mio. personer lavere end før coronakrisen, hvilket svarer til et fald på ca. 3½ pct. På trods af den lavere beskæftigelse var BNP i USA tilbage på niveauet før coronakrisen i andet kvartal 2021. Det skyldes, at personproduktiviteten er steget, hvilket både afspejler en stigning i den gennemsnitlige arbejdstid og en forbedring af timeproduktiviteten, jf. BLS (2021). Den forbedrede personproduktivitet skyldes formentlig en kombination af øget digitalisering, højere kapitalintensitet, samt at beskæftigelsestabet under coronakrisen primært har ramt lavtlønsjob i servicesektoren, der er arbejdskraftintensive og har en lavere produktivitet end gennemsnittet.

ECB har justeret deres inflationsmålsætning

ECB færdiggjorde i juli 2021 en strategisk gennemgang, der blev igangsat i efteråret 2019. I denne forbindelse ændrede ECB inflationsmålsætningen til at være symmetrisk omkring 2 pct. på mellemlang sigt.[14] Dermed er afvigelser på begge sider af inflationsmålsætningen lige uønskede. En mulig effekt af ændringen er, at ECB bedre kan acceptere en periode med en lidt højere inflation. På kort sigt er det derfor i overensstemmelse med den nye inflationsmålsætning at fortsætte den lempelige pengepolitik. Dette understøttes af, at de markedsbaserede inflationsforventninger ved udgangen af september implicerer en gennemsnitlig inflationsrate i euroområdet fra 2026-31 på ca. 1,8 pct., hvilket er det højeste niveau siden 2015. Dermed er der udsigt til, at de negative pengepolitiske renter i euroområdet fortsætter. I nærværende prognose forventes den første rentestigning fra ECB i midten af 2023, jf. også ovenstående boks II.8.

14) Samtidig meddelte ECB, at de ønsker at inkludere udviklingen i udgifterne til at bo i ejerbolig i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HCIP) for bedre at afspejle husholdningernes opfattede prisudvikling, men dette skal først implementeres af Eurostat og de nationale statistikinstitutioner og vil formentligt tage et par år.

II.6 OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2025

Indhold i afsnittet

I afsnittet beskrives udviklingen i den offentlige saldo frem mod 2025, mens udviklingen frem til 2030 er beskrevet i afsnit II.7. Først beskrives udviklingen i den offentlige saldo, hvorefter der ses på udviklingen i den strukturelle saldo. Den strukturelle saldo i nærværende fremskrivning sammenlignes både med den strukturelle saldo hos Finansministeriet i *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofte*r fra august 2021 og med vurderingen af den strukturelle saldo i *Dansk Økonomi, forår 2021*. Afslutningsvis beskrives ændringen af finanspolitikken fra 2019 til 2022. I boks II.9 præsenteres de væsentligste forudsætninger for fremskrivningen.

BOKS II.9 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i den vedtagne politik. Det indebærer, at den gældende lovgivning på skatte- og overførselsområdet er indarbejdet. Hertil kommer, at regeringens forslag til finanslov for 2022 og de foreslåede udgiftslofter for 2022 til 2025 er indarbejdet.

I 2021 følger det nominelle offentlige forbrug skønnet i *Økonomisk Redegørelse, august 2021* tillagt den ikke-udmøntede del af regeringens reserve til håndtering af covid-19. For perioden 2022-25 følger realvæksten i det offentlige forbrug udgiftslofterne. Under udgiftslofter er der en reserve til håndtering af covid-19. Det er forudsat, at hele denne reserve udmøntes til offentligt forbrug.

For 2021 og 2022 følger de offentlige investeringer *Økonomisk Redegørelse, august 2021*. For 2023 og frem udgør de offentlige investeringer samme andel af BNP, som de gjorde i perioden 2010-19.

Skøn for udgifter til hjælpepakker, herunder kompensation til minkejere, følger skøn fra Finansministeriet.

FAKTISK SALDO FREM MOD 2025

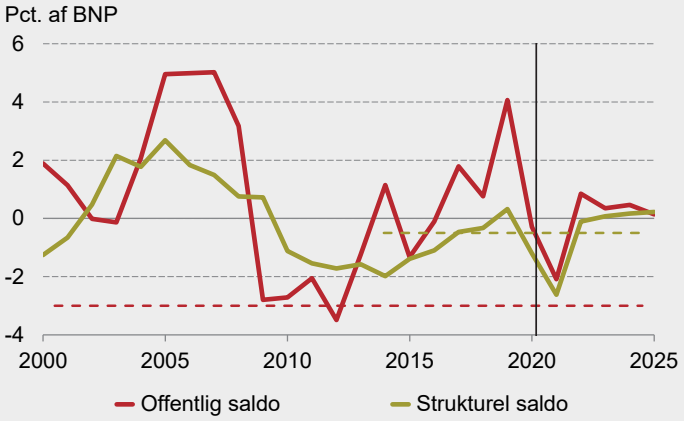
Underskud i 2020 og 2021 vendes til overskud fra 2022

Den offentlige saldo er i 2020 og 2021 kraftigt påvirket af en række midlertidige forhold knyttet til covid-19, men også udviklingen i konjunktursituationen er med til at give kraftige udsving i den offentlige saldo. Underskuddet i 2020 blev dog langt mindre end skønnet i løbet af 2020, og med Danmarks Statistisk seneste revision fra 22. september er der nu kun et underskud på 4,3 mia. kr. i 2020 svarende til 0,2

pct. af BNP, jf. boks II.10. Dette er langt fra underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP i Stabilitets- og Vækstpagten. I de kommende år ventes økonomien at bevæge sig ind i en højkonjunktur, hvilket er med til at sikre, at der er overskud på den offentlige saldo frem mod 2025, jf. figur II.34. På kort sigt medfører den gunstige konjunktursituation, at der kommer ekstra indtægter til det offentlige. De ekstra indtægter falder gradvist bort i takt med, at økonomien igen forudsættes at bevæge sig tilbage mod en neutral konjunktursituation.

FIGUR II.34 DEN OFFENTLIGE SALDO FREM MOD 2025

Underskud afledt af covid-19 i 2020 og 2021 afløses af overskud fra 2022, hvor konjunkturerne giver højere indtægter og lavere udgifter.



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet med Finansministeriets metode. Underskuddet i 2020 svarer ikke præcist til Danmarks Statistik opgørelse pr. 22. september 2021, jf. boks II.10. Den i figuren viste saldo har et underskud på 0,3 pct. af BNP i 2020, mens Danmarks Statistik har opgjort underskuddet til 0,2 pct. af BNP. Den røde stiplede linje angiver underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP fra Stabilitets- og Vækstpagten, mens den grønne stiplede linje angiver underskudsgrænsen for den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP fra budgetloven. Denne grænse har været gældende siden 2014.

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

BOKS II.10 REVISION AF DEN OFFENTLIGE SALDO FOR 2020

Danmarks Statistik har ekstraordinært revideret opgørelsen af den offentlige saldo og de fleste indtægts- og udgiftsposter den 22. september 2021. Denne revision bliver først indarbejdet i ADAM's databank efter det reviderede nationalregnskab offentliggøres den 30. september. De reviderede oplysninger for 2020 er derfor ikke fuldt indarbejdet i denne fremskrivning.

Der er dog korrigeret for to forhold. For det første er tab på garantier i 2020 nedjusteret med 13,0 mia. kr. i forhold til Danmarks Statistiks opgørelse fra juni. For det andet er udgifter knyttet til AUB-ordningen øget med 5,7 mia. kr. i 2020 sammenlignet med juni. Den resulterende saldo i denne fremskrivning er herefter et underskud på 6,7 mia. kr. i 2020 mod Danmarks Statistisk opgørelse af et underskud på 4,3 mia. kr.

Høje indtægter i 2020 og 2021 afspejler udbetaling af feriepenge

De offentlige indtægter er aktuelt høje målt som andel af BNP. De høje indtægter drives særligt af høje personskatter, der i 2020-21 er trukket op af engangsindtægter afledt af muligheden for at få udbetalt de indefrosne feriepenge. Personskatterne falder tilbage i 2022, hvor de midlertidige indtægter falder bort. I 2020 er indtægterne yderligere trukket op af et stort provenu fra pensionsafkastskatten (PAL), som dog ventes at falde tilbage i 2021. Fra 2022 skønnes de samlede indtægter at være på et nogenlunde konstant niveau frem mod 2025, jf. tabel II.3. For en nærmere beskrivelse af udviklingen i den offentlige saldo se *Baggrundsnotat til offentlige finanser, Dansk Økonomi, efterår 2021*.

Udgifterne falder mere end indtægterne i 2022

De samlede offentlige udgifter er ekstraordinært høje i 2020 og 2021. Det skyldes i høj grad udgifter knyttet til covid-19-pandemien, hvor der har været afholdt ekstra udgifter til sundhedsområdet og forskellige kompensationsordninger i form af blandt andet lønkompensation, kompensation af selvstændige og kompensation for faste udgifter. Disse udgifter forudsættes at falde bort fra 2022, hvilket mindsker de samlede udgifter. Hertil kommer den forventede gunstige konjunktursituation i 2022 indebærer, at BNP er lidt højere end det skønnede strukturelle niveau. Udgifterne følger ikke med BNP op, både fordi det offentlige forbrug allerede er fastlagt i forbindelse med udgiftslofterne, og fordi udgifterne til blandt andet dagpenge falder, når ledigheden er lav. Når BNP midlertidigt er over sit strukturelle niveau i 2022 og udgifterne er fastlagt, bliver udgifterne ekstraordinært lave målt som andel af BNP i 2022.

Lille overskud på den offentlige saldo i 2025

Fra 2022 til 2025 skønnes omtrent konstante offentlige indtægter som andel af BNP, mens de offentlige udgifter ventes at stige som andel af BNP i takt med, at konjunktursituationen normaliseres. Det medfører, at stillingen på de offentlige finanser går fra et overskud på ca. ¾ pct. af BNP i 2022 til ca. ¼ pct. af BNP i 2025.

TABEL II.3 HOVEDPOSTER PÅ DEN OFFENTLIGE SALDO

Den offentlige saldo ændres fra underskud i 2020 og 2021 til et overskud i 2022. Det skyldes dels bortfaldet af coronaudgifter og dels konjunktursituationen.

	2019	2020	2021	2022	2025
			Pct. af BNP		
Personskatter mv.[a)]	24,0	24,9	24,3	23,5	23,6
Aktieskat	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0
Selskabsskat	3,0	2,6	2,7	2,7	2,5
Nordsøbeskatning	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1
Pensionafkastbeskatning	2,7	2,1	0,7	0,7	0,8
Afgifter[b)]	15,7	16,0	15,6	15,6	15,4
Øvrige indtægter	4,7	4,4	4,3	4,3	4,6
Indtægter i alt[c)]	51,5	51,2	48,7	47,8	48,0
Offentligt forbrug[d)]	24,1	24,7	24,8	23,9	24,3
Offentlige investeringer[e)]	3,2	3,6	3,6	3,4	3,5
Indkomstoverførsler	15,8	16,6	15,9	15,1	15,6
Øvrige udgifter	4,7	7,0	6,9	4,9	4,6
Udgifter i alt[c)]	47,8	51,8	51,1	47,3	48,0
Primær saldo	3,8	-0,6	-2,5	0,4	-0,1
Nettorenteindtægter	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2
Offentlig saldo	4,1	-0,3	-2,1	0,8	0,1
Strukturel saldo[f)]	0,4	-1,1	-2,6	-0,1	0,2
ØMU-gæld	33,6	42,1	39,0	36,8	36,1
			Mia. kr.		
Offentlig saldo	94,2	-6,7	-51,1	21,7	3,9

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

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

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

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

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

f) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.

g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Anm.: Danmarks Statistik har den 22. september 2021 offentliggjort en revision af de foreløbige oplysninger om den offentlige saldo for 2020. Disse er kun delvist indarbejdet i forbindelse med denne offentliggørelse, jf. boks II.10.

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

DEN STRUKTURELLE SALDO FREM MOD 2025

Strukturel saldo tager højde for konjunkturudsving

Den strukturelle saldo har til formål at korrigere den faktiske saldo for konjunkturudsving. Det gør, at den strukturelle saldo er mere egnet til at styre efter end den faktiske saldo. Det er derfor også den strukturelle saldo, der anvendes som styringsmål, når der fastsættes mål for udviklingen i den offentlige økonomi på mellemlang sigt.

DEN STRUKTURELLE SALDO

Den faktiske offentlige saldo svinger meget med konjunkturerne og andre særlige forhold. Det gør, at det kan være svært at vurdere stillingen på de offentlige finanser alene ved at se på den offentlige saldo. Derfor ses der typisk på den strukturelle saldo.

I den strukturelle saldo korrigeres der for konjunkturernes bidrag til den offentlige saldo. Det gøres ved at tage udgangspunkt i, hvor meget konjunkturerne historisk har bidraget til den offentlige saldo. Derudover korrigeres der for udsving i nogle særlige skatter, der kan svinge meget. Det drejer sig blandt andet om pensionsafkastskatten.

Det er ikke muligt at observere de sande konjunkturbidrag til den offentlige saldo – heller ikke i de historiske år, hvor der er et endeligt nationalregnskab. Derfor er den strukturelle saldo en beregnet saldo, der er forbundet med en vis usikkerhed både i fremskrivningen og i den historiske periode.

Andet end konjunktur giver forskelle mellem den faktiske og strukturelle saldo

Der er dog også en lang række andre forhold end konjunkturudviklingen, der kan påvirke den offentlige saldo, som der korrigeres for i den strukturelle saldo. Det gør sig også gældende for perioden fra 2020 til 2025. Nogle bidrag kan være store i enkelte år. Det gælder f.eks. pensionsafkastskatten, der var med til at forbedre den offentlige saldo med mere end 1 pct. af BNP i 2019 og 2020 i forhold til det strukturelle niveau, jf. tabel II.4. I 2020 og 2021 er der umiddelbart nogle store negative bidrag til den offentlige saldo i form af udgifter knyttet til covid-19, men det modgås i begge år af de fremrykkede skatteindtægter fra udbetalingen af de indefrosne feriepenge. I 2023 forudsættes en stor tilbagebetaling af for meget betalte ejendomsskatter, hvilket påvirker den faktiske saldo, men ikke den strukturelle saldo.

TABEL II.4 OVERGANG FRA FAKTISK TIL STRUKTUREL SALDO

De største forskelle i overgangen fra den faktiske til strukturelle saldo er provenuet fra pensionsafkastskatten i 2019 og 2020, forhold knyttet til covid-19, udbetaling af feriepenge i 2020 og 2021 samt tilbagebetaling af ejendomsskatter i 2022 og 2023.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Pct. af BNP						
Faktisk saldo	4,1	-0,3	-2,1	0,8	0,3	0,5	0,1
Heraf bidrag til den faktiske saldo							
Konjunktur	0,7	-0,5	0,7	1,1	0,8	0,3	0,0
Pensionsafkastskat	1,9	1,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Andre særlige poster	0,7	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Engangsforhold							
Kompensation til minkejere		-0,1	-0,6				
Boligskatter				-0,1	-0,5		
Feriepenge		0,9	0,6				
Øvrige forhold	0,4	-0,7	0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1
Strukturel saldo	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,1	0,2	0,2

Anm.: Den strukturelle saldo findes ved at tage udgangspunkt i den offentlige saldo og fratrække de i tabellen viste forhold. Øvrige forhold dækker blandt andet over en række poster, hvor de faktiske udgifter det enkelte år indgår som et syvårs glidende gennemsnit i beregningen af den strukturelle saldo. En meget stor udgift i et enkelt år vil således påvirke den faktiske saldo i det år, udgiften afholdes, mens det vil påvirke den strukturelle saldo i syv år omkring udbetalingsåret. Udgifter til covid-19 tælles med i De Økonomiske Råds sekretariats opgørelse af den strukturelle saldo og giver derfor som udgangspunkt ingen forskelle på den faktiske og strukturelle saldo. Den strukturelle saldo er dog korrigeret for kompensation til minkejere.

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

Engangsforhold og den strukturelle saldo

Engangsforhold behandles forskelligt

Der er forskel på, hvordan nærværende fremskrivning og Finansministeriet behandler engangsforhold i beregningen af den strukturelle saldo. Som udgangspunkt er det i nærværende fremskrivning valgt kun at medtage relativt få engangsforhold, hvor der som udgangspunkt kun medtages engangsforhold, der også korrigeres for af EU. Hertil kommer, at den strukturelle saldo bør afspejle udviklingen i den diskretionære finanspolitik, hvor alle finanspolitiske lempelser – som f.eks. offentlige forbrugsudgifter afledt af covid-19 – bør tælles med i den strukturelle saldo. Finansministeriet korrigerer for flere engangsforhold, hvoraf en del er relativt små, men nogle er af en betydelig størrelse.

De store forskelle er knyttet til udgifter til håndtering af covid-19. Finansministeriet korrigerer for langt de fleste udgifter til covid-19 som et engangsforhold. I nærværende fremskrivning er det valgt at følge EU-Kommissionens anbefaling om ikke at behandle disse udgifter som engangsforhold, men lade dem slå igennem på såvel den faktiske som den strukturelle saldo. Der korrigeres dog i denne fremskrivning for kompensationer til minkejerne i 2020 og 2021, da der kan korrigeres for forhold, der skyldes tab af retssager.[15] For en mere uddybende beskrivelse af behandling af engangsforhold henvises til boks II.11.

BOKS II.11 ENGANGSFORHOLD I DEN STRUKTURELLE SALDO

Den offentlige saldo kan i et enkelt år blive ramt af særlige udsving, der kan påvirke den offentlige saldo væsentligt. Der kan derfor foretages korrektioner i opgørelsen af den strukturelle saldo i nogle tilfælde. Det drejer sig eksempelvis om tilfælde, hvor der sker en væsentlig fremrykning af skattebetalinger fra en fremtidig periode. Hvis der ikke foretages en korrektion af den strukturelle saldo for en fremrykning af skattebetalinger, kan der opstå en situation, hvor de fremrykkede indtægter anvendes til permanente udgifter. I denne situation kan den strukturelle saldo blive styrket på kort sigt, men på langt sigt svækkes holdbarheden af de permanente udgifter. I Danmark er der korrigeret for fremrykning af skatteindtægter i forbindelse med udbetalingerne af SP i 2009-10, omlægningen af kapitalpensioner til alderspensioner i 2013-15 og helt aktuelt udbetalingen af de indefrosne feriemidler i 2020 og 2021.

Der kan også ske en korrektion af den offentlige saldo for midlertidige udgifter, hvis disse vil styrke de offentlige finanser på længere sigt. Når EU nævner det som en mulighed, skyldes det, at der er et ønske om, at reformer, der langsigtet styrker de offentlige finanser, ikke skal forhindres af, at de på kort sigt kan øge det strukturelle underskud. Et eksempel på en reform i Danmark, der har forbedret den finanspolitiske holdbarhed, mens det på kort sigt svækkede de offentlige finanser, er tilbagebetalingen af efterlønsbidraget i 2012 og 2018.

Der kan i et enkelt år opstå mange forhold, som det i princippet kan være relevant at korrigere for. For at der ikke skal korrigeres for et urimeligt stort antal små forhold, er det dog anbefalet af EU, at der kun skal ske korrektioner af den strukturelle saldo for udgifter (eller indtægter), der overstiger 0,1 pct. af BNP i et enkelt år, jf. EU-Kommissionen (2015). Mindre udgifter end dette kan altså blot indgå i den strukturelle saldo og medfører dermed små udsving fra år til år, hvilket blot er et udtryk for den almindelige usikkerhed knyttet til beregningen af den strukturelle saldo. Dette minimumskrav til korrektioner er en medvirkende årsag til, at der i denne opgørelse af den strukturelle saldo ikke korrigeres for tilbagebetalingen af efterlønsbidraget i 2022.

15) Det er usikkert, om en eventuel retssag ville føre til den samme kompensation, som er vedtaget af Folketinget. Det er her lagt til grund, at den vedtagne kompensation svarer til det, der ville være blevet resultatet af en eventuel erstatningssag.

Sammenligning af den strukturelle saldo med Finansministeriet

Stor forskel i håndtering af covid-19-udgifter

I 2020 og 2021 vurderes det, at der er betydelige strukturelle underskud. De store underskud drives hovedsageligt af udgifter til håndteringen af covid-19. De offentlige forbrugsudgifter til covid-19 og hjælpepakkerne behandles forskelligt i nærværende fremskrivning og af Finansministeriet, og derfor er der meget store forskelle i vurderingen af den strukturelle saldo i 2020 og 2021, jf. tabel II.5. Det afspejler som sagt, at der i nærværende fremskrivning lægges vægt på, at den strukturelle saldo skal afspejle virkningen af diskretionære udgiftspolitiske lempelser.

Frem mod 2025 ventes et mindre overskud på den strukturelle saldo

I de kommende år frem mod 2025 forudsættes de ekstraordinære covid-19-udgifter at bortfalde, hvilket svarer til en finanspolitisk stramning. Det medfører, at der fra 2022 ventes et overskud på den strukturelle saldo. Det er i modsætning til Finansministeriet, der vurderer, at der vil være et mindre underskud på den strukturelle saldo i alle år frem til 2025. Forskellene dækker over forskellige vurderinger af en række indtægter og udgifter for det offentlige. Den største forskel er knyttet til det strukturelle provenu fra PAL. Her vurderer Finansministeriet, at indtægterne er 0,4 pct. af BNP højere end vurderet i denne fremskrivning. Det skyldes primært forskelle i vurderingen af den strukturelle rente i perioden, jf. afsnit II.7.

Forskelle i vurderingen af arbejdstid og førtidspensionister

Der er to større forskelle i vurderingen af realøkonomiske forhold, som har en stor betydning for de forskellige opgørelser af den strukturelle saldo. For det første vurderes det i denne fremskrivning, at der vil være færre førtidspensionister end vurderet af Finansministeriet. For det andet er der en afvigelse i vurderingen af den gennemsnitlige arbejdstid, jf. afsnit II.7. Disse to realøkonomiske forskelle medfører en forskel i vurderingen af den strukturelle saldo på ca. ½ pct. af BNP i 2022 og godt ¾ pct. af BNP i 2025.

TABEL II.5 FORSKELLE I DEN STRUKTURELLE SALDO

Fra 2022 og frem vurderer nærværende fremskrivning en lidt bedre strukturel saldo end skønnet af Finansministeriet. Det drives primært af forskelle i skønnet på antallet af førtidspensionister og den gennemsnitlige arbejdstid.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	---------- Pct. af BNP ----------						
Dansk Økonomi, efterår 2021	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,1	0,2	0,2
Opdateret 2025-forløb, august 2021	0,7	0,5	-0,5	-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Forskel	-0,3	-1,7	-2,1	0,1	0,2	0,3	0,2
- heraf covid-19	0,0	-1,7	-1,6	0,0	0,0	0,0	
Øvrig forskel	-0,3	0,0	-0,5	0,1	0,2	0,3	0,2
Bidrag til forskel:							
- Konjunkturbidrag	-0,2	-0,1					
- Aktiebeskatning	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1
- PAL-indtægter	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
- Engangsforhold	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Realøkonomiske forhold							
- Førtidspensionister			0,1	0,2	0,3	0,4	0,4
- Arbejdstid			0,4	0,2	0,4	0,4	0,4
- Andet	0,0	0,3	-0,6	-0,1	0,1	0,1	-0,1

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021b) og egne beregninger.

Sammenligning med strukturel saldo i *Dansk Økonomi, forår 2021*

Små overskud på den strukturelle saldo frem mod 2025

Det skønnes, at der vil være små overskud på den strukturelle saldo i perioden frem mod 2025. Det er en ændring i forhold til skønnet i *Dansk Økonomi, forår 2021*, hvor der var ventet mindre strukturelle underskud frem mod 2025, jf. tabel II.6. Den strukturelle saldo er forbedret i alle år fra 2019-25 undtagen 2021, hvor ekstra udgifter til det offentlige forbrug i forbindelse med covid-19 har øget det strukturelle underskud.

Flere små forhold forbedrer den strukturelle saldo

Den ændrede vurdering af den strukturelle saldo skyldes en række mindre ændringer af skøn og nye oplysninger om 2020. Skønnet for provenuet fra aktieindkomstskatten er opjusteret lidt i hele perioden fra 2019, mens de skønnede nettorenteindtægter også er øget frem mod 2025. Danmarks Statistik har revideret deres opgørelse af tab på garantier givet i forbindelse med covid-19 i 2020. Den nye opgørelse af tabene er ca. 13 mia. kr. mindre end tidligere opgjort. Tab på garantier indgår som et syvårs glidende gennemsnit og har derfor styrket den strukturelle saldo med ca. 0,1 pct. af BNP i alle årene 2017-23. Endeligt er skønnet over den strukturelle beskæftigelse opjusteret lidt i denne fremskrivning sammenlignet med sammenlignet med vurderingen i foråret, hvilket har forbedret den strukturelle saldo med ca. 0,1 pct. af BNP i årene 2020-25.

TABEL II.6 ÆNDRINGER I SKØN FOR DEN STRUKTURELLE SALDO

Skønnet for den strukturelle saldo er opjusteret frem mod 2025 i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2021*.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	---------- Pct. af BNP ----------						
Dansk Økonomi, efterår 2021	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,1	0,2	0,2
Dansk Økonomi, forår 2021	-0,1	-1,6	-2,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1
Forskel	**0,4**	**0,4**	**-0,3**	**0,6**	**0,5**	**0,4**	**0,3**
Heraf							
- Aktieskat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- PAL-skat	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Nettorenter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2
- Covid-19	0,1	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,0
- Ændring i strukturel beskæftigelse	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Andet	0,3	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	-0,1

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, *Dansk Økonomi, forår 2021* og egne beregninger.

FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Finanspolitikken er mere ekspansiv i 2022 end 2019

Håndteringen af den igangværende pandemi har medført, at finanspolitikken er blevet lempet. Finanspolitikken fremstår således meget ekspansiv i 2020 og 2021, mens der er en stor opstramning i 2022. Det er imidlertid ikke oplagt at betragte denne opstramning i 2022 isoleret. Der bør i stedet ses på udviklingen siden det sidste normale år før covid-19, dvs. 2019. Set i forhold til 2019 er finanspolitikken mere ekspansiv i 2022.

Flere mål kan beskrive finanspolitikken

Der er flere forskellige mål for, hvordan finanspolitikken har udviklet sig siden 2019. Der kan f.eks. betragtes finanseffekten, der beskriver finanspolitikkens bidrag til den økonomiske aktivitet. Finanseffekten beregnes blandt andet løbende af Finansministeriet og De Økonomiske Råds sekretariat i forbindelse med deres fremskrivninger. En alternativ måde at se på den offentlige sektors aktivitetsbidrag er ved enten at betragte det offentlige forbrug og de offentlige investeringer som andel af det strukturelle BNP eller den offentlige beskæftigelse som andel af den strukturelle beskæftigelse. Endeligt kan der også ses på ændringer i den strukturelle primære saldo, hvilket er den metode som The European Fiscal Board anvender, når de skal vurdere finanspolitikken i EU.

Alle mål viser en mere ekspansiv finanspolitik i 2022 end 2019

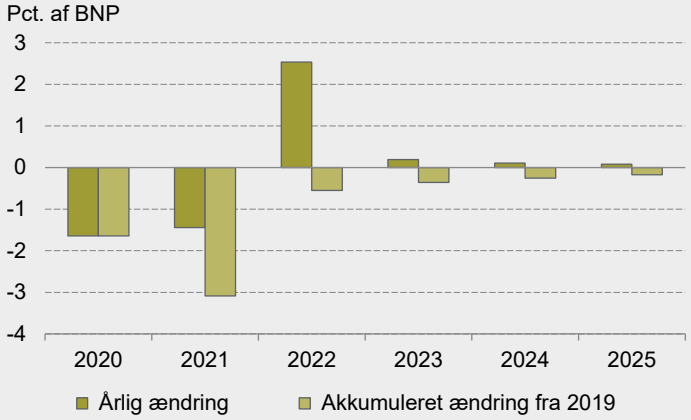
Uanset hvilket af de forskellige mål der betragtes, vurderes finanspolitikken at være mere ekspansiv i 2022, end det var tilfældet i 2019. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer udgør en lidt større andel af strukturelt BNP i 2022, end det var tilfældet i 2019. Den offentlige beskæftigelse udgør ligeledes en større andel af den strukturelle beskæftigelse i 2022 end i 2019. Når finanseffekten for 2022 beregnes i forhold til 2019, er der tilsvarende en positiv finanseffekt, som svarer til, at finanspolitikken har øget BNP med ca. 0,4 pct. af BNP. Det svarer nogenlunde til Finansministeriet vurdering af den flerårige finanseffekt i *Økonomisk Redegørelse, august 2021*, om end effekten bygger på lidt forskellige beregningsmetoder.

Den primære strukturelle saldo er svækket i forhold til 2019

Fra 2019 til 2020 sker der en markant svækkelse af den primære strukturelle saldo, jf. figur II.35. Denne svækkelse af saldoen kan betegnes som en fiskal impuls til økonomien, som understøtter den generelle økonomiske aktivitet. I 2021 svækkes den primære strukturelle saldo yderligere, og der er altså en yderligere fiskal impuls, der understøtter økonomien. Den midlertidige stimulus tilbagerulles delvist i 2022, men der er fortsat en akkumuleret svækkelse af den primære strukturelle saldo sammenlignet med 2019. Også målt på denne vis er finanspolitikken altså mere ekspansiv i 2022 end i 2019.

FIGUR II.35 ÆNDRINGER I DEN PRIMÆRE STRUKTURELLE SALDO

Den primære strukturelle saldo svækkes i 2020 og 2021 og styrkes fra 2022. Samlet set er der i 2022 dog fortsat en lempelse i forhold til 2019.



Kilde: Egne beregninger.

II.7 DANSK ØKONOMI FREM MOD 2030

Mellemfristet fremskrivning går nu til 2030

Siden *Dansk Økonomi, efterår 2015* har de mellemfristede fremskrivninger fra De Økonomiske Råds sekretariat rakt frem til 2025. Finansministeriets mellemfristede fremskrivning rækker ligeledes frem til 2025, og den danner blandt andet grundlag for fastsættelse af udgiftslofter for 2025, jf. afsnit II.6.[16] Det vil være hensigtsmæssigt at forlænge den finanspolitiske planlægningshorisont fra 2025 til 2030. Blandt andet vil fastlæggelse af udgiftslofter for 2026 om et år kræve en forlængelse af den mellemfristede periode. Dertil kommer, at der de senere år er kommet flere politiske mål, som vedrører 2030, blandt andet klimamål. Dette afsnit præsenterer derfor en forlængelse af den mellemfristede fremskrivning til 2030. Den forventede udvikling i dansk økonomi de førstkommende år er beskrevet i afsnit II.3, mens dette afsnit beskriver udviklingen frem til 2030.

Modelbaseret fremskrivning

Den mellemfristede fremskrivning til 2030 er udarbejdet med De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model SMEC, jf. beskrivelsen i boks II.12 samt Grinderslev og Smidt (2020).

Mellemfristede planer danner grundlag for strukturpolitik

Skiftende regeringer har siden 2005-planen fra 1997, *Danmark 2005*, på de store linjer styret den økonomiske politik baseret på en mellemfristet plan, som rækker flere år ud i fremtiden. De mellemfristede planer fokuserer dermed på strukturpolitik. De årlige finanslove samt kommune- og regionsforhandlinger handler primært om det førstkommende år, men omfatter også implementeringen af politiske aftaler med et længere sigte.

Mellemfristede fremskrivninger danner baggrund for mellemfristede planer

De mellemfristede planer baseres på en mellemfristet fremskrivning, der giver et bud på såvel den realøkonomiske udvikling som udviklingen på de offentlige finanser frem til det mellemfristede målår. Dette gøres for givne finanspolitiske forudsætninger. Tidligere mellemfristede planer havde derudover i visse tilfælde krav til f.eks. en bestemt stigning i arbejdsudbuddet. For at holde øje med, hvorvidt planen er på sporet, opdateres den mellemfristede fremskrivning jævnligt med ny information. Det kan blandt andet være revideret beregning af strukturelle niveauer, vurdering af effekten af tidligere indgåede aftaler eller nye forudsætninger om udviklingen i oliepris og renter.

16) Finansministeriets seneste mellemfristede fremskrivning til 2025 er fra august 2021, jf. Finansministeriet (2021b). I årene efter 2025 bygger Finansministeriets fremskrivning på beregningstekniske principper og forudsætninger.

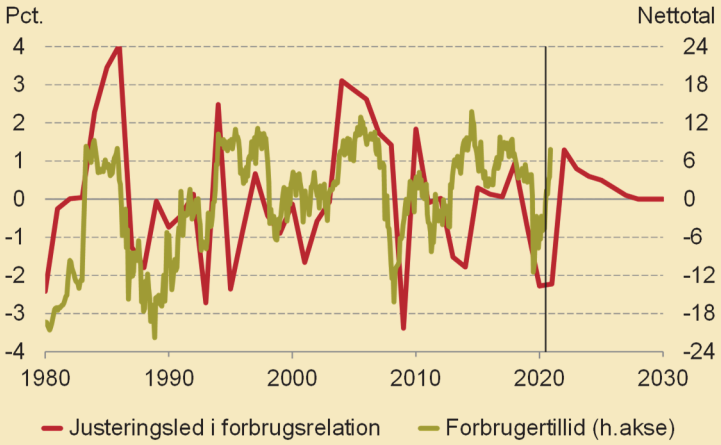
BOKS II.12 KONJUNKTURVURDERING OG MELLEMFRISTET FREMSKRIVNING

Konjunkturvurderingen og den mellemfristede fremskrivning er udarbejdet med De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model SMEC. I SMEC er efterspørgslen på kort sigt bestemmende for produktion og beskæftigelse, mens den strukturelle beskæftigelse og produktivitetsvækst er afgørende for udviklingen på længere sigt. Modellen er en forsimplet beskrivelse af dansk økonomi, og der er derfor behov for at inddrage yderligere information på både kort og mellemlang sigt.

På kort sigt (indeværende år og 1-2 år frem) er der væsentlig mere information til rådighed om konjunkturudviklingen, end der direkte indgår i modellens ligninger. Eksempelvis er der historisk en vis samvariation mellem forbrugertilliden (om ikke indgår i modellens ligning for det private forbrug) og den uforklarede del af forbrugsvæksten (det såkaldte justeringsled i ligningen). I den aktuelle konjunkturvurdering er høj forbrugertillid efter genåbningen derfor medvirkende til en forventning om højere vækst i det private forbrug i år, end modellen umiddelbart ville tilsige, jf. figur A.

På mellemlang sigt er fremskrivningen i højere grad bestemt af modellen, og som udgangspunkt aftrappes justeringsleddene i modellens adfærdsrelationer til nul.

FIGUR A FORBRUGSRELATIONEN



Anm.: Justeringsleddet i forbrugsrelationen er i historiske år lig estimationsresidualen og angiver, hvor stor en del af den årlige forbrugsvækst ligningen ikke kan forklare. Seneste observation for forbrugertilliden er september 2021, egen sæsonkorrektion af forbrugertillid.

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

Fortsættes

BOKS II.12 KONJUNKTURVURDERING OG MELLEMFRISTET FREMSKRIVNING, FORTSAT

BNP-udviklingen bestemmes på mellemlang sigt af forudsætninger om strukturel beskæftigelse og produktivitet. Dermed fastlægges i store træk også den disponible indkomst for givne forudsætninger om skattesatser mv., hvilket er med til at fastægge udviklingen i det private forbrug. Sammensætningen af væksten afhænger dog af en række forskellige forudsætninger, herunder væksten og prisudviklingen i udlandet, som via konkurrenceevnen påvirker eksport og import.

Stillingen på de offentlige finanser fastlægges i modellen ud fra dels udviklingen i det private forbrug, investeringer, skattegrundlag mv., dels ud fra en række forudsætninger om blandt andet realvækst i offentligt forbrug og investeringer, skatte- og afgiftssatser, antal personer på forskellige typer af indkomstoverførsler samt de tilhørende reale satser.

Krav om finanspolitisk holdbarhed

Et oplagt krav i en mellemfristet plan er at sikre, at økonomien er finanspolitisk holdbar, hvis finanspolitikken bliver videreført uændret efter slutåret for den mellemfristede plan. Derfor foretages jævnligt en beregningsteknisk forlængelse af den mellemfristede fremskrivning, så den såkaldte holdbarhedsindikator (HBI) kan beregnes for givne forudsætninger om finanspolitik, demografi mv., jf. også rapportens kapitel III.

Indhold i afsnittet

Resten af afsnittet indeholder først en beskrivelse af den realøkonomiske udvikling i den nye mellemfristede fremskrivning til 2030, hvorefter udviklingen på de offentlige finanser gennemgås. Afslutningsvis sammenlignes med Finansministeriets seneste fremskrivning til 2030.

DEN REALØKONOMISKE UDVIKLING

Centrale forudsætninger

Den mellemfristede fremskrivning bygger på den forventede konjunkturudvikling de førstkommende år, som er beskrevet i afsnit II.3. De centrale forudsætninger bag den realøkonomiske del af den mellemfristede fremskrivning fremgår af boks II.13, mens tabel II.7 præsenterer hovedtallene i fremskrivningen.

BOKS II.13 CENTRALE REALØKONOMISKE FORUDSÆTNINGER

Udlandsvækst, oliepris og renter

Sammenvejet BNP i de ni primære aftagerlande for dansk eksport følger på mellemlang sigt den strukturelle vækst baseret på OECD's skøn fra maj 2021 i *Economic Outlook No 109*. Dette indebærer en vækst på 1,7 pct. i gennemsnit i perioden fra 2022 til 2030. Olieprisen forudsættes at stige fra et årsniveau på godt 70 dollar pr. tønde i 2022 til knap 95 dollar pr. tønde i 2030 i tråd med den seneste prognose fra Det Internationale Energiagentur (scenariet "Stated policies") fra november 2020. Det svarer til en gennemsnitlig årlig stigning på ca. 3¼ pct. Den tiårige statsobligationsrente forudsættes at stige gradvist til 1,1 pct. i 2030 fra et årsniveau på 0,1 i 2022, mens den 30-årige realkreditrente forudsættes at stige fra 1,5 pct. i 2022 til 2,9 pct. i 2030.

Arbejdsstyrke og indkomstoverførselsmodtagere

Niveauet for den strukturelle arbejdsstyrke er fastlagt til og med 2019 ud fra estimationer af konjunkturbidraget fra antallet af indkomstoverførselsmodtagere og andre uden for arbejdsstyrken. Fremskrivningen af den strukturelle arbejdsstyrke og i antallet af indkomstoverførselsmodtagere er baseret på DREAM's socioøkonomiske fremskrivning. Som udgangspunkt baseres fremskrivningen på uændrede erhvervsfrekvenser (opdelt på køn, alder, etnicitet og uddannelse), hvorefter der korrigeres for vedtagen politik blandt andet vedrørende tilbagetrækningsalder. Den strukturelle ledighed er fastlagt med et Kalman filter til og med 2019. Den fremskrives som udgangspunkt konstant på 3¼ pct., svarende til estimatet for 2019. Der foretages dog en korrektion af den strukturelle ledighed for indfasning af lavere satsregulering og højere beskæftigelsesfradrag, hvorved den strukturelle ledighed reduceres til 3,1 pct. i 2023, svarende til ca. 95.000 personer. Forudsætningerne leder til, at den strukturelle beskæftigelse stiger ca. 115.000 personer fra 2019 til 2030.

Strukturelt BNP

Udviklingen i strukturelt BNP følger af udviklingen i den strukturelle beskæftigelse, strukturel gennemsnitlig arbejdstid samt strukturel timeproduktivitet. Den strukturelle arbejdstid fastlægges historisk ved at rense den faktiske udvikling for effekten af ændringer i aftalt arbejdstid og konjunktursituationen. Fremskrivningen er baseret på en strukturel fremskrivning med DREAM. Strukturel timeproduktivitet i private byerhverv er beregnet med en produktionsfunktionstilgang, hvor strukturel TFP og K/L-forholdet indgår. Den underliggende TFP-vækst vurderes at være ca. 1 pct. årligt fra midten af 1990'erne. Det trendmæssige K/L-forhold forudsættes at stige ca. 1 pct. årligt, svarende til en fortsættelse af den historiske tendens. I udregningen af timeproduktiviteten indgår K/L-forholdet med andelen, der går til aflønning af kapitalapparatet, som er ca. ⅓. Det forudsættes, at coronakrisen ikke har fremadrettede konsekvenser for produktiviteten. Samlet set lægges det til grund, at strukturelt BNP stiger ca. 1½ pct. årligt i perioden fra 2019 til 2030.

Normalisering af konjunktursituationen

I 2022 ventes et positivt beskæftigelses- og output gap, jf. afsnit II.3. Disse forudsættes omtrent lukket i 2025, hvilket indebærer en vækst, der er lavere end den forudsatte strukturelle vækst i perioden 2023-25. Efter 2025 forudsættes omtrent strukturel vækst.

TABEL II.7 HOVEDTRÆK I DEN MELLEMFRISTEDE FREMSKRIVNING

Perioden fra 2019 er sammensat af først en coronakrise, der herefter fører over i en højkonjunktur i 2022. Derefter følger nogle år med konjunkturnormalisering og dermed lav vækst. I sidste del af fremskrivningsperioden er konjunktursituationen omtrent neutral, og der er i store træk strukturel vækst.

	2019	2019-22	2022-25	2025-30
	Mia. kr.	---------- Realvækst, pct.		----------
Privat forbrug	1.080	2,2	2,5	1,7
Offentligt forbrug	558	0,8	0,8	1,1
Offentlige investeringer	75	3,8	2,4	1,7
Boliginvesteringer	115	9,3	-5,2	0,9
Erhvervsinvesteringer	302	2,6	-1,5	2,7
Lagerændringer	15	0,0	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.147	2,4	1,1	1,6
Eksport	1.368	0,2	2,8	2,2
Import	1.196	1,0	2,9	2,7
Bruttonationalprodukt	2.318	1,8	1,1	1,4
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		1,6	1,6	1,7
	1.000 pers.	------- Ændring i 1.000 pers.		--------
Strukturel arbejdsstyrke	2.979	18	11	6
Arbejdsstyrke	2.988	24	2	6
Beskæftigelse	2.902	29	-7	5
	----------	1.000 pers.		----------
Nettoledighed	86	70	95	97
Beskæftigelsesgap	20	53	0	0
	----------	Pct.		----------
Forbrugerpriser	0,8	1,1	1,6	1,8
Timelønsomkostninger	2,5	2,6	2,9	3,1
Kontantpris på enfamiliehuse	3,0	6,1	0,3	2,7
Timeproduktivitet, private byerhverv	1,3	1,4	1,0	1,4
Rente, 10-årig dansk statsobligation	-0,2	0,1	0,6	1,1

Anm.: De tre søjler til højre viser den gennemsnitlige årlige vækst fra 2019 til 2022, fra 2022 til 2025 hhv. fra 2025 til 2030. For nettoledighed, beskæftigelsesgap og rente vises niveauet i 2022, 2025 hhv. 2030. Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse målt i personer. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug. BNP i aftagerlandene angiver den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks ni primære aftagerlande. Renten er angivet som årsgennemsnit.

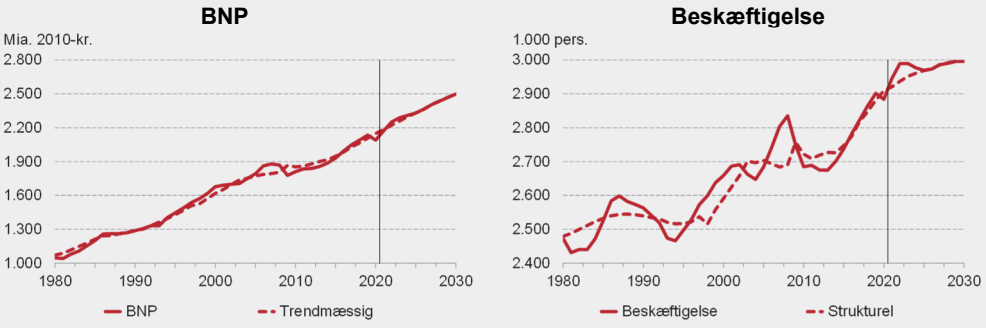
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

Strukturel BNP-vækst ca. 1½ pct. årligt

BNP-væksten er strukturelt set ca. 1½ pct. årligt i perioden fra 2019 til 2030, jf. figur II.36. Den strukturelle beskæftigelse øges med ca. 115.000 personer fra 2019 til 2030, svarende til en årlig vækst på knap ½ pct. Beskæftigelsesstigningen skyldes hovedsageligt en stigning i den strukturelle arbejdsstyrke, blandt andet som følge af tilbagetrækningsaftaler og, at befolkningen i samme periode forøges med knap 250.000 personer.

FIGUR II.36 BNP OG BESKÆFTIGELSE

Fra 2025 forudsættes en omtrent normal konjunktursituation, hvorefter beskæftigelse og BNP følger den strukturelle vækst.



Anm.: De strukturelle niveauer er vist uden korrektion for coronaeffekter i 2020-21.

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

Timeproduktivitetsvækst på knap 1½ pct. årligt

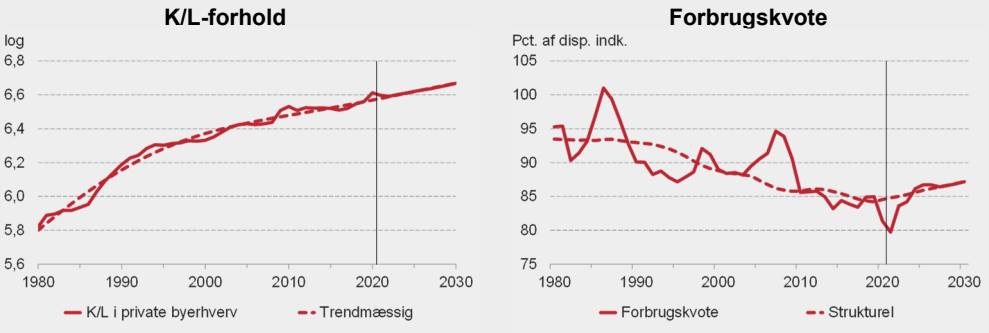
Produktivitetsvæksten bidrager med hovedparten af BNP-væksten frem mod 2030. I tråd med udviklingen siden slutningen af 1990'erne forudsættes en underliggende timeproduktivitetsvækst på knap 1½ pct. årligt frem mod 2030 i de private byerhverv. Timelønningerne stiger på mellemlang sigt med knap 3¼ pct. årligt. Med en inflation på ca. 1¾ pct. indebærer dette en reallønsvækst på knap 1½ pct., hvilket svarer til timeproduktivitetsvæksten.

Erhvervsinvesteringerne stiger ca. 1½ pct. årligt

I den mellemfristede fremskrivning fortsættes den historiske udvikling i K/L-forholdet (forholdet mellem det reale kapitalapparat og arbejdskraft) i de private byerhverv med en årlig vækst på ca. 1 pct., jf. figur II.37. Dette bidrager med ca. ⅓ pct.point til timeproduktivitetsvæksten. Erhvervsinvesteringerne stiger ca. 1½ pct. årligt i gennemsnit for at opretholde kapitalapparatet.

FIGUR II.37 ERHVERVSKAPITAL OG PRIVAT FORBRUG

K/L-forholdet forudsættes på mellemlang sigt at fortsætte den historiske stigning, mens der for det private forbrug er udsigt til en svagt stigende forbrugskvote. Dette hænger sammen med en fortsat stigning i husholdningernes formue.



Anm.: Den trendmæssige vækst i K/L-forholdet i private byerhverv er 1 pct. årligt i fremskrivningen, hvilket er en forlængelse af den seneste historiske tendens. Dette bidrager med ca. ⅓ (=kapitalkvoten) til timeproduktivitetsvæksten. Forbrugskvoten er defineret som det private forbrug i løbende priser relativt til SMEC's langsigtede disponible indkomst. Den modelberegnede, underliggende forbrugskvote (vist med stiplet kurve i højre figur) afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi. Formuekvoten er defineret som SMEC's forbrugsbestemmende formue relativt til SMEC's langsigtede disponible indkomst. SMEC's forbrugsbestemmende formue består af boligformue, finansiel formue i privat, ikke-pensionssektor, pensionsformue efter skat og bilformue.

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

Det private forbrug stiger ca. 2 pct. årligt

Væksten i det private forbrug afhænger dels af væksten i disponibel indkomst, dels af udviklingen i forbrugskvoten, dvs. andelen af indkomsten der anvendes på forbrug. Den disponible indkomst stiger lidt hurtigere end BNP frem mod 2030, hvilket primært skyldes, at skatteprovenuet var relativt højt i 2019 som følge af diverse midlertidige forhold. En gradvis normalisering af skatterne de kommende år øger dermed de disponible indkomster. Dette bidrager til en forbrugsvækst, der er lidt højere end BNP-væksten. Dertil kommer, at forbrugskvoten øges ca. 2 pct.point fra 2019 til 2030, hvilket er drevet af en fortsat stigning i den forbrugsbestemmende formue, jf. figur II.37. Samlet set indebærer dette en gennemsnitlig årlig stigning i det private forbrug på ca. 2 pct. fra 2019 til 2030.

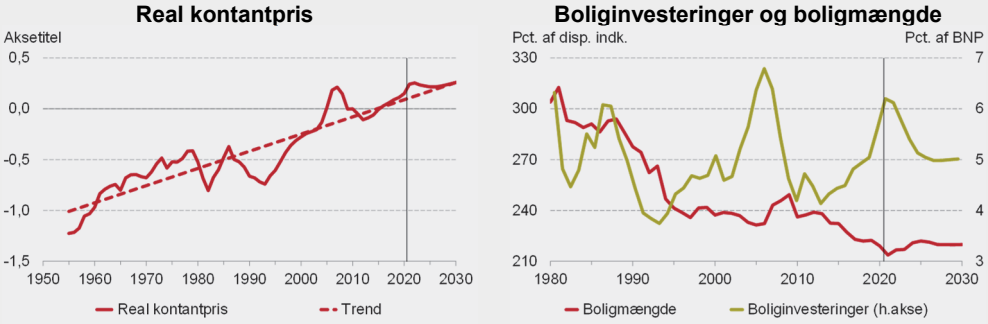
Normalisering af boligmarkedet efter coronakrisen

Det seneste halvandet år har kraftige boligprisstigninger bragt den reale kontantpris op over det trendmæssige niveau. Samtidig er boliginvesteringerne steget til et højt niveau, jf. figur II.38. Som beskrevet i

afsnit II.4 skønnes en væsentlig del af boligprisstigningen at kunne tilskrives midlertidige forhold relateret til coronakrisen. Det lægges derfor til grund for fremskrivningen på mellemlang sigt, at der sker en gradvis normalisering på boligmarkedet, herunder at boliginvesteringerne aftager til et mere normalt niveau, hvorved boligmængden stabiliseres som andel af den disponible indkomst.

FIGUR II.38 BOLIGMARKED

En høj real kontantpris bidrager til høje boliginvesteringer på kort sigt. I fravær af yderligere stød til økonomien forudsættes den reale kontantpris at vende tilbage til den underliggende trend. Ligeledes vil boliginvesteringerne som andel af BNP returnere til et mere normalt leje. Dermed stabiliseres boligmængden som andel af disponibel indkomst.



Anm.: Den reale kontantpris er defineret som kontantprisen på enfamiliehuse deflateret med deflatoren for det private forbrug. Den trendmæssige udvikling er estimeret som en loglineær trend over perioden 1955-2020 og indebærer en gennemsnitlig årlig realvækst på 1,7 pct.

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

Den reale kontantpris stiger over tid

Der er en tendens til, at de reale boligpriser stiger over tid. Det skyldes hovedsageligt, at der er knaphed på jord, hvilket får grundpriserne til at stige hurtigere end de generelle priser. De stigende grundpriser slår ud i stigende boligpriser over tid. Dertil kommer, at prisen på boliginvesteringer stiger hurtigere end de generelle priser, hvilket skyldes en kombination af relativt lav produktivitetsvækst i byggeriet og et lavt importindhold i forhold til andre varer og tjenester. I perioden 1955-2020 er de reale huspriser i gennemsnit steget 1,7 pct. årligt, jf. figur II.38.

UDVIKLINGEN PÅ DE OFFENTLIGE FINANSER

Centrale forudsætninger

Udviklingen på de offentlige finanser er beskrevet til og med 2025 i afsnit II.6, mens der nedenfor primært fokuseres på 2030. De centrale forudsætninger er beskrevet i boks II.14, mens tabel II.8 viser hovedposterne på de offentlige finanser sammenlignet med Finansministeriets seneste fremskrivning.

TABEL II.8 SAMMENLIGNING AF OFFENTLIGE FINANSER I 2025 OG 2030

I nærværende fremskrivning skønnes et offentligt underskud på ca. ¼ pct. af BNP i 2030, mens Finansministeriets fremskrivning udviser et underskud på ¾ pct. Dette overskrider budgetlovens underskudsgrænse.

		2025		2030	
	2019	DØR	FM	DØR	FM
	---------- Pct. af BNP ----------				
Personskatter mv.[a)]	24,0	23,6	23,5	23,5	23,7
Aktieskat	1,2	1,0	1,1	1,0	1,1
Selskabsskat ekskl. nordsø	3,0	2,5	2,6	2,5	2,5
Nordsøbeskatning	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2
Pensionafkastbeskatning	2,7	0,8	0,7	0,8	1,3
Afgifter[b)]	15,7	15,4	15,4	15,2	15,2
Øvrige indtægter	4,7	4,6	4,4	4,5	4,5
Indtægter i alt[c)]	51,5	48,0	47,8	47,7	48,5
Offentligt forbrug[d)]	24,1	24,3	24,5	24,7	25,3
Offentlige investeringer[e)]	3,2	3,5	3,6	3,5	3,5
Indkomstoverførsler	15,8	15,6	15,8	15,5	16,0
Øvrige udgifter[f)]	4,7	4,6	4,7	4,5	4,5
Udgifter i alt[c)]	47,8	48,0	48,5	48,2	49,2
Primær saldo	3,8	-0,1	-0,8	-0,5	-0,7
Nettorenteindtægter	0,3	0,2	0,2	0,3	0,1
Offentlig saldo	4,1	0,1	-0,5	-0,2	-0,7
ØMU-gæld	33,6	36,1	38,0	37,9	33,0
Nettogæld	-6,0	-9,4	-5,9	-9,9	-2,7

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

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

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

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

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

f) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021b) og egne beregninger.

BOKS II.14 CENTRALE FORUDSÆTNINGER VEDR. OFFENTLIGE FINANSER

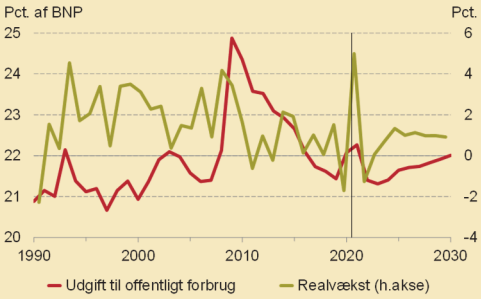
Indtægter

Skatte- og afgiftssatser holdes som udgangspunkt konstante i fremskrivningen efter 2025. For registreringsafgift og selskabsskat ekskl. nordsøbeskatning lægges dog Finansministeriets bud på strukturelt provenu til grund for den mellemfristede fremskrivning. Beregning af indtægterne fra PAL-beskatningen er nærmere beskrevet i boks II.15.

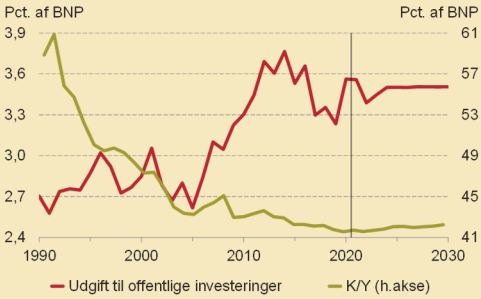
Udgifter

Antallet af indkomstoverførselsmodtagere er fastlagt ud fra DREAM's socioøkonomiske fremskrivning, jf. tidligere boks II.13, mens de reale satser som udgangspunkt holdes konstante. Satsreguleringen følger den generelle lønudvikling med et lag. Offentligt forbrug følger udgiftslofter til 2025, jf. afsnit II.6, og derefter et demografi- og velstandskorrigeret forløb frem mod 2030. I perioden 2026-30 indebærer dette en årlig realvækst i det offentlige forbrug på ca. 1 pct. Deflatoren for offentligt forbrug stiger hurtigere end BNP-deflatoren, da offentligt forbrug er relativt arbejdskraftintensivt. Af denne grund øges udgiften til offentligt forbrug til 22 pct. af BNP i 2030, jf. figur A. Der sigtes efter et fast K/Y-forhold for det offentlige kapitalapparat, svarende til, at de offentlige investeringer udgør 3½ pct. af BNP, jf. figur B.

FIGUR A OFFENTLIGT FORBRUG



FIGUR B OFFENTLIGE INVESTERINGER



Anm.: Det offentlige forbrug er opgjort ekskl. afskrivninger.

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

Offentlige renteindtægter og -udgifter

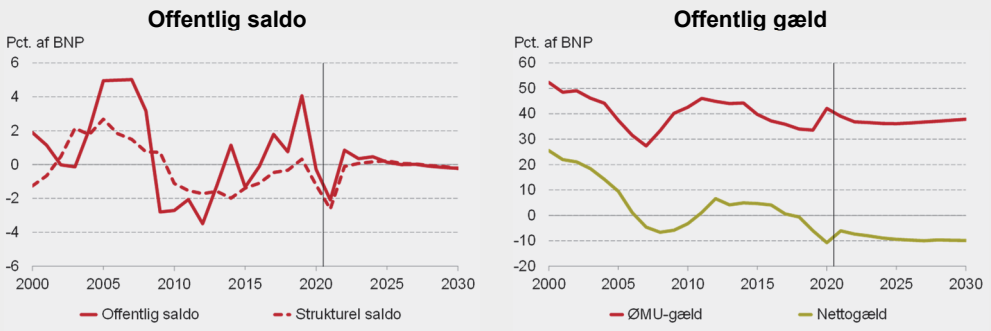
De offentlige renteudgifter er fremskrevet ved at tage højde for refinansieringsprofilen, mens renteindtægterne består af et vægtet gennemsnit af udbytter fra aktier mv. og renteindtægter, hvor renten på det offentliges beholdning af rentebærende fordringer forudsættes at være den samme som for passiverne.

Underskud i 2030 på ca. ¼ pct. af BNP

De offentlige finanser skønnes i nærværende fremskrivning at udvise omtrent balance i 2025. Frem mod 2030 reduceres saldoen gradvist til et underskud på ca. ¼ pct. af BNP, jf. figur II.39. Under de givne forudsætninger er der dermed ikke udsigt til, at budgetlovens underskudsgrænse på ½ pct. af BNP overskrides frem mod 2030. Den primære forklaring på forværringen fra 2025 til 2030 er, at arbejdsstyrken falder som andel af befolkningen. Det forværrer den offentlige saldo, da indtægterne følger med beskæftigelsen, mens udgifterne til f.eks. offentligt forbrug følger det demografiske træk. Indtægterne følger således stort set udviklingen i BNP fra 2025 til 2030, mens udgifterne vokser hurtigere end BNP som følge af den demografiske modvind.

FIGUR II.39 OFFENTLIG SALDO OG GÆLD

I 2030 udviser den strukturelle saldo ifølge fremskrivningen et lille underskud på ca. ¼ pct. af BNP. ØMU-gælden udgør en relativt konstant andel af BNP fra 2022 frem mod 2030, mens nettogælden falder svagt.



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet efter Finansministeriets metode, jf. også afsnit II.6.

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

ØMU-gælden er stabil frem mod 2030

Den danske ØMU-gæld ventes at være nogenlunde stabil på lidt under 40 pct. af BNP frem mod 2030. Der er dermed god afstand til grænsen for ØMU-gælden på 60 pct. ifølge Stabilitets- og Vækstpagten. Den stabile udvikling i ØMU-gælden fra 2022 kommer samtidigt med, at nettogælden er faldende – faktisk er der en stigende nettoformue fra 2021 til 2030. Faldet i nettogælden stammer fra to forhold. For det første er der overskud på den offentlige saldo frem til 2027, og for det andet investeres en del af den offentlige formue i aktier. Afkastet af aktier består af to elementer, dels af udbytter, der indgår i opgørelsen

af den offentlige saldo, og dels af kursgevinster, fordi selskaberne typisk kun udlodder en del af deres overskud hvert år. Disse kursgevinster påvirker ikke den offentlige saldo, men mindsker nettogælden.

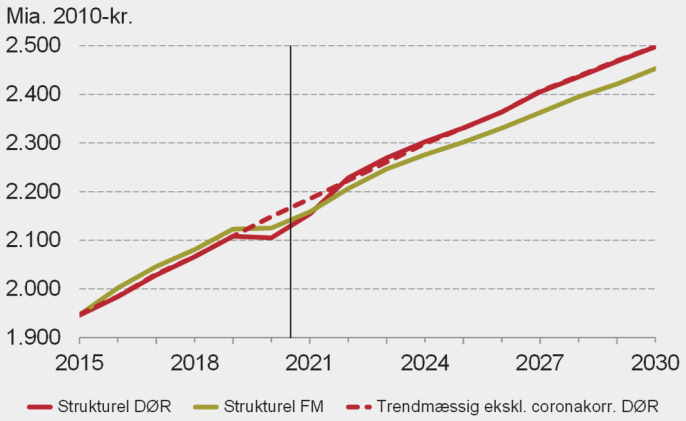
SAMMENLIGNING MED FINANSMINISTERIET

BNP er ca. 2 pct. højere i 2030 end i Finansministeriets fremskrivning

I nærværende fremskrivning er BNP ca. 2 pct. højere i 2030 end i Finansministeriets seneste fremskrivning fra august 2021, jf. figur II.40. Begge institutioner foretager en korrektion af strukturelt BNP i 2020-21 som følge af corona, jf. blandt andet *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Fra 2022 er strukturelt BNP i nærværende fremskrivning i store træk tilbage på den underliggende trend fra før corona, mens Finansministeriets strukturelle BNP fortsætter på et lavere niveau.

FIGUR II.40 STRUKTURELT BNP

BNP stiger i nærværende fremskrivning mere frem mod 2030 end i Finansministeriets fremskrivning.



Anm.: De fuldt optrukne kurver viser strukturelt BNP i fremskrivningerne fra De Økonomiske Råds sekretariat hhv. Finansministeriet. Begge institutioner har et lavere strukturelt niveau i 2020-21 som følge af coronarelaterede effekter. Den stiplede røde kurve viser den trendmæssige BNP-udvikling i nærværende fremskrivning uden korrektion for disse coronaeffekter.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021b) og egne beregninger.

Forskellen skyldes primært timebeskæftigelsen

Hovedparten af forskellen i BNP-niveau i 2030 på ca. 1½ pct. skyldes forskellige forudsætninger om udviklingen i den gennemsnitlige arbejdstid, hvor der i nærværende fremskrivning forudsættes en større normalisering oven på coronakrisen, end Finansministeriet lægger til grund, jf. figur II.41. Dertil kommer, at den strukturelle beskæftigelse er godt 20.000 personer højere i 2030 end i Finansministeriets fremskrivning. En væsentlig forklaring herpå er, at Finansministeriet de førstkommende år har en større stigning i antallet af førtidspensionister, og at denne forskel fastholdes til 2030, jf. figur II.42.

FREMSKRIVNINGER AF ANTAL FØRTIDSPENSIONISTER

Finansministeriet foretager deres egen fremskrivning af antallet af førtidspensionister, mens nærværende fremskrivning anvender en fremskrivning fra DREAM-gruppen.

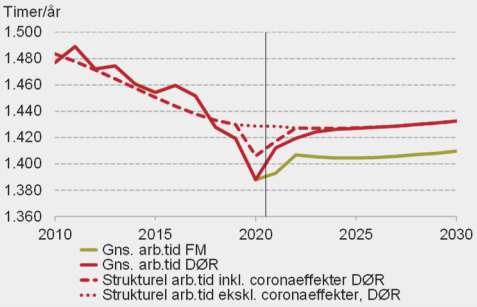
Der er flere forskelle i fremskrivningen af førtidspensionister mellem DREAM og Finansministeriet.

DREAM-gruppen tager i deres fremskrivninger udgangspunkt i bestanden af førtidspensionister i et historisk år. Disse bestande fremskrives efterfølgende, hvor der tages højde for, at der er forskel på andelen af førtidspensionister i forskellige uddannelsesgrupper (der er generelt flere førtidspensionister blandt lavtuddannede end højtuddannede).

Finansministeriet fremskriver antallet af førtidspensionister ved at tage udgangspunkt i tilgangen og afgangen af førtidspensionister. Denne beregning kræver, at der tages højde for, hvordan personer afgår fra førtidspension, det kan f.eks. være til folkepension eller død. I den forbindelse tager Finansministeriet højde for, at førtidspensionister har en lavere gennemsnitlig levetid end resten af befolkningen. Derimod opdeler Finansministeriet ikke befolkningen på uddannelsesgrupper, hvilket skyldes, at der ikke er tilstrækkeligt datagrundlag til at gøre dette med deres metode.

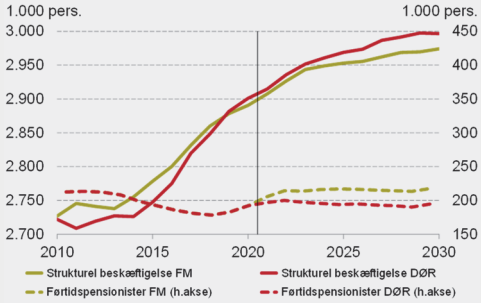
FIGUR II.41 ARBEJDSTID

Den gennemsnitlige arbejdstid blev reduceret under coronakrisen. De to fremskrivninger forudsætter forskellig genopretning.



FIGUR II.42 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen er ca. 20.000 højere og antal førtidspensionister ca. 20.000 lavere end i Finansministeriets fremskrivning.



Anm.: Den strukturelle arbejdstid er historisk fastlagt ved at rense den faktiske udvikling for ændringer i den aftalte arbejdstid samt konjunkturudsving. I 2020-21 er der korrigeret for effekt af færre erlagte timer pr. beskæftiget som følge af dels lønkompensation, dels hjemsendte offentlige ansatte, som ikke kunne arbejde hjemmefra.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021): *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2025* og egne beregninger.

DØR mere positiv på de offentlige finanser i 2025 end Finansministeriet

I nærværende fremskrivning er der i 2025 omtrent balance på de offentlige finanser, mens der i Finansministeriets beregning er et underskud på ½ pct. af BNP, jf. tabel II.8. Forskellen i vurderingen af den strukturelle saldo er imidlertid kun knap ¼ pct. i 2025. Udviklingen på strukturel saldo til og med 2025 er beskrevet i afsnit II.6.

Finansministeriet har forskel mellem faktisk og strukturel saldo i 2025

Finansministeriet skønner et underskud på den faktiske saldo på ½ pct. af BNP i 2025 og balance på den strukturelle saldo i 2025. Det er bemærkelsesværdigt, at der er forskel mellem faktisk og strukturel saldo i det sidste år for Finansministeriets mellemfristede fremskrivning, hvor de forudsætter neutral konjunktursituation. Årsagen til forskellen er primært en forskel i skønnet for det faktiske og strukturelle provenu fra pensionsafkastskatten.

Frem mod 2030 stiger indtægter og udgifter mere hos Finansministeriet

I perioden fra 2025 til 2030 stiger både indtægter og udgifter mere i Finansministeriets fremskrivning end i nærværende fremskrivning. Indtægterne stiger hos Finansministeriet primært som følge af, at indtægterne fra pensionsafkastbeskatningen (PAL) stiger frem mod 2030, mens de øvrige indtægtsposter samlet set er uændrede som andel af

BNP. I nærværende fremskrivning er der et lille fald i indtægterne. Udgifterne i nærværende fremskrivning stiger lidt mod 2030, hvilket primært er drevet af det offentlige forbrug, der gradvist kommer til at udgøre en større andel af BNP. I Finansministeriets fremskrivning er der en større stigning i det offentlige forbrug som andel af BNP, hvilket skyldes, at de har en lidt højere realvækst i fremskrivningen mod 2030. Det skyldes blandt andet, at der er en forskel i beregningen af det demografiske træk, der hænger sammen med forskellige antagelser om sund aldring, jf. kapitel III.

STRUKTUREL OG FAKTISK SALDO

Den strukturelle saldo skal korrigere den faktiske saldo for midlertidige udsving, jf. afsnit II.6. Det har særligt betydning på kort sigt, hvor konjunktursituationen kan have en stor betydning for de offentlige finanser.

I takt med at konjunktursituationen normaliseres og andre midlertidige udsving for aftagende betydning, vil faktisk og strukturel saldo blive ens. I 2025 forudsættes en omtrent neutral konjunktursituation i både nærværende fremskrivning og i Finansministeriets fremskrivning.

I nærværende fremskrivning er den faktiske og strukturelle saldo næsten ens i 2025. Finansministeriet har dog en forholdsvis stor forskel på ½ pct. af BNP i 2025, hvilket primært skyldes deres beregningsforudsætninger for pensionsafkastskatten.

I 2030 er den faktiske og strukturelle saldo sammenfaldende for begge fremskrivninger.

Mindre underskud i 2030 end skønnet af Finansministeriet

I nærværende fremskrivning skønnes et faktisk og strukturelt underskud på de offentlige finanser på ca. ¼ pct. af BNP i 2030. I Finansministeriets fremskrivning skønnes et underskud på ca. ¾ pct. af BNP, hvilket er mere end budgetlovens underskudsgrænse på ½ pct. af BNP. På den primære saldo er forskellen mellem de to fremskrivninger kun ca. ¼ pct. af BNP, men forskellige forudsætninger om nettorenteindtægterne øger forskellen til ca. ½ pct. af BNP i 2030.

Forskellene i skønnet på den primære saldo i 2030 drives af tre forhold

Der er mange mindre forskelle i skøn, der medfører forskelle på vurderingen af den primære saldo i 2030, men forskellene drives primært af forskel i vurderingen af provenu fra pensionsafkastbeskatningen, forskel i fremskrivningen af antallet af førtidspensionister og forskel i den gennemsnitlige arbejdstid, jf. tabel II.9.

TABEL II.9 FORSKELLE I DEN OFFENTLIGE SALDO

Der er enkelte poster, der giver anledning til forholdsvis store forskelle i skønnet for den offentlige saldo.

	2025	2030
	------ Pct. af BNP ------	
Saldo i nærværende fremskrivning	0,1	-0,2
Forskel i rentebetalinger	0,0	-0,2
Forskel i PAL	-0,1	0,5
Forskel i førtidspensionister	-0,4	-0,4
Forskel i arbejdstid	-0,4	-0,4
Forskel i aktieskat	0,1	0,1
Andre forskelle	0,1	0,0
Saldo hos Finansministeriet	-0,5	-0,7

Anm.: Finansministeriets saldo findes som saldoen i nærværende fremskrivning tillagt alle forskellene. Som følge af afrundinger summerer totalen i tabellen ikke.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021b) og egne beregninger.

Lavere PAL-provenu bidrager til større underskud i 2030

Den største forskel ligger i vurderingen af PAL, hvor Finansministeriet i 2030 forudsætter et provenu, der er ca. ½ pct. højere af BNP end i nærværende fremskrivning. Det højere provenu i Finansministeriets fremskrivning skyldes hovedsageligt, at Finansministeriet forudsættes en højere forrentning, jf. boks II.15. De højere indtægter fra PAL reducerer isoleret set underskuddet for Finansministeriet sammenlignet med nærværende fremskrivning.

Færre førtidspensionister bidrager til mindre underskud

Som nævnt tidligere i afsnittet antages det, at der er færre førtidspensionister og tilsvarende flere beskæftigede i nærværende fremskrivning end i Finansministeriets fremskrivning frem mod 2030. Dette reducerer udgifterne til førtidspensionister og øger indtægterne fra indkomstskat og moms mv. Isoleret set medfører forskellen i antallet af førtidspensionister, at den primære offentlige saldo er knap ½ pct. af BNP højere i denne fremskrivning sammenlignet med Finansministeriet i 2030.

BOKS II.15 PROVENU FRA PENSIONSAFKASTSKATTEN

Pensionsafkastskatten (PAL) pålægges det løbende afkast på pensionsformuen. Afkastet består af to dele, dels et direkte afkast i form af renter på obligation og aktieudbytter, dels et afkast i form af kursændringer (kaldet omvurderinger i nationalregnskabet). Kursændringer skyldes to forhold. For det første stammer en del af aktieafkastet fra stigende aktiekurser, og for det andet er der kursændringer knyttet til obligationer ved renteændringer.

Det er antaget, at de strukturelle renter er konstante i fremskrivningen og svarer til de renter, der forudsættes i 2030, dvs. 1,1 pct. for statsobligationer og 2,9 pct. for realkreditobligationer. Det samlede aktieafkast forudsættes strukturelt at være 6,5 pct. årligt, hvilket svarer til de langsigtede afkastforventninger for aktier fra Rådet for Afkastforventninger. Endeligt er der en omkostning knyttet til forvaltningen af de investerede midler. Det er forudsat, at pensionsselskaberne har en fordeling af deres aktiver på ⅓ aktier og ⅔ obligationer, hvor beholdningen af obligationer er ligeligt fordelt på danske statsobligationer og realkreditobligationer. Det samlede strukturelle afkast på pensionsformuen er dermed 3,1 pct. i hele fremskrivningsperioden mod 2030.

Finansministeriet forudsætter i hele perioden en konstant, strukturel forrentning på 4,5 pct., hvilket er baseret på deres forudsætninger om aktieafkast og langsigtede renteforudsætninger, som er højere end deres forudsatte rente i 2030. Dette indebærer, at Finansministeriet i fremskrivningen har et højere strukturelt provenu fra PAL-skatten end De Økonomiske Råds sekretariat.

Højere BNP bidrager til mindre underskud

En sidste væsentlig forklaring på forskellen på de offentlige finanser er, at BNP er højere i nærværende fremskrivning, primært som følge af en højere gennemsnitlig arbejdstid end i Finansministeriets fremskrivning. Det højere BNP medfører, at der for en given beskæftigelse i personer bliver højere personindkomster og deraf følgende større indtægter fra indkomstskat, moms og afgifter. Modsat indtægterne følger udgifterne kun i begrænset omfang med BNP op. Det gælder særligt i perioden før 2025, hvor det offentlige forbrug allerede er fastlagt i udgiftslofterne, og overførselsindkomsterne følger satsreguleringen og bestanden af overførselsmodtagere. Den højere gennemsnitlige arbejdstid i denne fremskrivning medfører isoleret set, at den primære saldo forbedres med knap ½ pct. af BNP i nærværende fremskrivning sammenlignet med Finansministeriet.

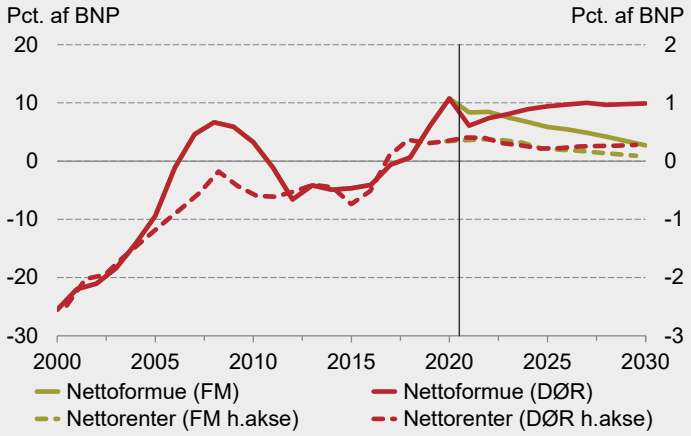
Højere nettorenteindtægter bidrager til mindre underskud

Udover forskellene på den primære saldo er der en forskel i nettorenteindtægterne frem mod 2030 på ca. ¼ pct. af BNP. Det skal særligt ses i lyset af, at der er en forskel i udviklingen i den offentlige nettoformue mod 2030. I 2030 er nettoformuen i denne fremskrivning ca. 7¼ pct. af BNP større end hos Finansministeriet, jf. figur II.43. Forskellen i udviklingen af nettoformuen skyldes dels, at der er forskelle på den offentlige saldo frem mod 2030, hvilket forklarer ca. 4 pct.point af forskellen, dels, at der

er forskelle i vurderingen af størrelsen på kursændringer på de offentlige aktiver, hvilket forklarer den resterende del af forskellen.

FIGUR II.43 NETTOFORMUE OG RENTEINDTÆGTER

Nettorenteindtægterne følger udviklingen i nettoformuen forholdsvis tæt. De højere nettorenteindtægter i denne fremskrivning skal dermed ses i lyset af forskelle i formueudviklingen.



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Finansministeriet (2021b) og egne beregninger.

Højere primær saldo og lavere nettogæld øger holdbarheden ca. 0,3 pct. af BNP

Ved vurdering af den langsigtede holdbarhed af dansk økonomi giver den mellemfristede fremskrivning et væsentligt input til den langsigtede fremskrivning, der er beskrevet i kapitel III. Først og fremmest vil forskelle i den primære saldo mellem nærværende fremskrivning og Finansministeriet i 2030 umiddelbart slå ud i den såkaldte HBI med en tilsvarende effekt. Forskellen i den primære saldo på ca. ¼ pct. af BNP i 2030 vil dermed isoleret set forbedre påvirke HBI med godt 0,2. Hertil kommer, at forskelle i gælden også påvirker vurderingen af holdbarheden. I beregningen af holdbarheden findes bidraget fra gælden til HBI ved at gange gældens størrelse med den langsigtede vækstkorrigerede realrente, der i kapitel III er forudsat at være 1 pct. I 2030 er der som nævnt en forskel på den offentlige nettoformue på ca. 7¼ pct. af BNP mellem de to fremskrivninger. Dette giver isoleret set et bidrag på knap 0,1 til HBI. Forskellene i primær saldo og nettogæld i 2030 vil derfor isoleret set forbedre HBI med ca. 0,3 med nærværende fremskrivning i forhold til Finansministeriets fremskrivning, jf. kapitel III.

II.8 VURDERINGER OG ANBEFALINGER

Dette afsnit præsenterer først formandskabets vurdering af den planlagte finanspolitik set i sammenhæng med konjunktursituationen. Herefter diskuteres behovet for indgreb på boligmarkedet. Dernæst følger vurderinger knyttet til budgetlovens underskudsgrænse og den mellemfristede saldomålsætning. Slutteligt diskuteres tiltag rettet mod arbejdsmarkedet. I rapportens kapitel I findes vurderinger af andre aspekter af den økonomiske politik, herunder regeringens udspil *Danmark kan mere I*.

FINANSPOLITIKKEN

Udsigt til højkonjunktur …

Aktiviteten er vendt hurtigt tilbage i dansk økonomi ovenpå tilbageslaget i forbindelse med pandemien. I løbet af kort tid er situationen i dansk økonomi vendt fra høj ledighed, svag efterspørgsel og overkapacitet i virksomhederne til at være præget af mangel på materialer og arbejdskraft. Samtidig er lønpresset tiltagende. I juli lå lønmodtagerbeskæftigelsen 51.000 personer over niveauet fra februar 2020, og ledigheden var i august omtrent tilbage på niveauet umiddelbart før krisen. Aktuelt er der et betydeligt efterspørgselspres i dansk økonomi, og økonomien ventes at bevæge sig ind i en højkonjunktur de kommende år. I år ventes BNP at vokse ca. 4 pct., og i 2022 skønnes BNP at være ca. 5½ pct. højere end i 2019. Det indebærer, at beskæftigelsesgap øges fra ca. ¾ pct. i 2019 til ca. 1¾ pct. næste år.

… kommer trængte brancher til gavn

Selvom den samlede aktivitet i dansk økonomi er vendt hurtigt tilbage, er aktiviteten i en række brancher fortsat underdrejet. Det drejer sig særligt om dele af servicesektoren. En længerevarende, afdæmpet højkonjunktur vil være gavnlig for disse brancher, idet det sikrer gode vilkår for at få genoprettet aktiviteten efter pandemien.

Finanslovsforslag har lille opstramning i 2022, men lempelse ift. 2019

Regeringen fremlagde i slutningen af august deres forslag til finanslov for 2022. Den planlagte finanspolitik indebærer ifølge *Økonomisk Redegørelse, august 2021* en negativ aktivitetsvirkning på knap 2 pct. af BNP. Det er umiddelbart en historisk stor opstramning, men det betydelige negative aktivitetsbidrag skyldes i overvejende grad tilbagerulningen af midlertidige, coronarelaterede tiltag, og den almindelige finanspolitik er kun svagt kontraktiv i 2022 i forhold til 2021. Både de

offentlige finanser og konjunktursituationen er i høj grad påvirket af coronarelaterede forhold i 2020-21, og det er forbundet med betydelig usikkerhed at skønne over omfanget heraf. I vurderingen af finanspolitikkens aktivitetsniveau er det derfor relevant at supplere med en vurdering af, hvor stram finanspolitikken i 2022 er i forhold til situationen lige før coronaudbruddet. Finanspolitikken, ekskl. midlertidige, coronarelaterede tiltag, vurderes at øge den økonomiske aktivitet med ca. ½ pct. af BNP i 2022 i forhold til 2019. Samtidig forværres den strukturelle primære saldo med godt ½ pct.point over samme periode. Niveauet for finanspolitikken skønnes dermed at være mere ekspansivt i 2022 end i 2019.

Finanspolitikken bør strammes yderligere

Den forventede udvidelse af beskæftigelsesgap fra 2019 til 2021 taler isoleret set for, at finanspolitikken bør være strammere i 2022 end i 2019. Vurderet alene ud fra den aggregerede situation på arbejdsmarkedet ville det tilsige en opstramning på godt ½ pct. i forhold til den planlagte politik. Den nuværende situation, hvor store dele af verdensøkonomien fortsat præges af pandemien, og hvor aktiviteten i dele af dansk økonomi fortsat er langt under niveauet fra 2019, taler imidlertid for en vis tilbageholdenhed med for store finanspolitiske opstramninger i 2022. Formandskabets vurdering er, at finanspolitikken i 2022 bør strammes i forhold til det planlagte, så aktivitetsvirkningen i forhold til 2019 bevæger sig i retning af at være neutral for væksten, fremfor at have en lempelig virkning, som der aktuelt er lagt op til.

Fremgangen kan blive kraftigere end ventet

Formandskabets vurdering bygger på den konjunkturvurdering, der er præsenteret i kapitlet, som indebærer en gradvis indsnævring af det positive beskæftigelsesgap efter 2022. Efterspørgselspresset i dansk økonomi er betydeligt, og det kan ikke udelukkes, at efterspørgselsfremgangen vil blive kraftigere end lagt til grund for nærværende vurdering. Finanspolitikken bør over de kommende år medvirke til, at højkonjunkturen forbliver afdæmpet og strækker sig over så lang tid som muligt. Det vil som nævnt sikre, at de hårdest ramte brancher får de bedst mulige vilkår for at genoprette aktiviteten efter tilbageslaget i forbindelse med pandemien. Samtidig vil en afdæmpet højkonjunktur bidrage til at mindske risikoen for opbygning af væsentlige ubalancer, som kan føre til en længere eller dybere nedtur, når konjunkturerne på et tidspunkt vender.

Opstramning bør tage hensyn til heterogenitet

En opstramning af finanspolitikken bør tage højde for den heterogenitet, der fortsat er på tværs af danske brancher. Det bør derfor tilstræbes, at aktiviteten i særlig grad dæmpes i de brancher, der oplever det største kapacitetspres. Det taler eksempelvis for mindre offentlig byggeaktivitet eller lavere offentligt varekøb, da disse tiltag fortrinsvist påvirker beskæftigelsen i *Bygge og anlæg* samt *Erhvervsservice*, jf.

Dansk Økonomi, efterår 2020. Beskæftigelsen i disse brancher lå i juli 2021 over niveauet forud for pandemien, og særligt byggebranchen er præget af betydelige kapacitetsproblemer.

Forslag: Afskaf BoligJobordningen

Et konkret element i en stramning af finanspolitikken i forhold til det planlagte kan være at afskaffe BoligJobordningen. Ordningen har ikke oplagt positive struktureffekter, idet der ikke er tydelige tegn på, at ordningen reducerer sort arbejde eller øger arbejdsudbuddet, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2015*. Samtidig bidrager ordningen aktuelt til at øge arbejdskraftmanglen i byggebranchen. Det er uhensigtsmæssigt på et tidspunkt, hvor presset i forvejen er betydeligt. Formandskabet vurderer på den baggrund, at det er et godt tidspunkt at afskaffe ordningen helt.

"Krigskasse" bør ikke udmøntes

I forslaget til finanslov for 2022 er der afsat 4 mia. kr. i reserve til håndtering af udfordringer i lyset covid-19 ("krigskassen"). Det er et politisk valg, hvorvidt man ønsker at afsætte denne type midler på forhånd, men det er af konjunkturmæssige grunde vigtigt, at anvendelsen af reserven underlægges klare og på forhånd fastlagte kriterier, sådan at det undgås, at midlerne anvendes i en situation, hvor de realøkonomiske forhold taler imod. Hvis smittebilledet forværres markant, vil det også ændre de realøkonomiske udsigter, og i det tilfælde kan det blive relevant at understøtte økonomien. Men hvis midlerne anvendes, uden at smittebilledet er blevet markant forværret, risikerer det at gøre finanspolitikken uhensigtsmæssigt ekspansiv. Den sommerpakke, regeringen aftalte i midten af maj, er et eksempel på en udmøntning af en afsat reserve, som formandskabet ikke finder velbegrundet af konjunkturmæssige hensyn.

BOLIGMARKEDET

Stor opmærksomhed om boligmarkedet

Udviklingen på boligmarkedet har påkaldt sig betydelig opmærksomhed det seneste år, og Det Systemiske Risikoråd har anbefalet et indgreb på boligmarkedet. Regeringen har i slutningen af september afvist at følge Det Systemiske Risikoråds anbefaling om at begrænse adgangen til de afdragsfrie lån, men har annonceret at ville iværksætte skærpet overvågning af boligmarkedet.

Vigtig at adskille struktur- og konjunkturhensyn

I diskussionen af behovet for indgreb på boligmarkedet er det væsentligt at skelne mellem tiltag, der adresserer strukturelle forhold på boligmarkedet (f.eks. hensynet til ulighed) og tiltag, der adresserer konjunkturelle udfordringer (f.eks. bobletendenser). Strukturelle reformer på boligmarkedet bør ikke være motiveret af en periode med høje pris-

stigninger. Reformer bør i stedet baseres på grundige strukturelle overvejelser, herunder hensynet til og afvejningen mellem stabilitet, effektivitet og fordeling. I den forbindelse er det væsentligt at huske, at tiltag, som påvirker husholdningernes lånemuligheder, eller som vedrører skatteforhold, i deres natur er strukturelle og bør begrundes ud fra strukturelle hensyn. Det er ligeledes væsentligt at huske, at finansiel regulering også har samfundsøkonomiske omkostninger i form af lavere økonomisk aktivitet. Disse omkostninger bør vejes op mod de gavnlige virkninger af tiltagene.

Ikke et akut behov for indgreb på boligmarkedet

Den seneste udvikling på boligmarkedet peger i retning af en afdæmpning af både aktivitet og prisstigninger, og meget taler for, at en del af de høje prisstigningstakter det seneste år kan tilskrives midlertidige, coronarelaterede forhold. Samtidig er boligbyrden på landsplan på et lavt niveau, der er ikke tegn på en forøgelse af belåningsgraden blandt husholdningerne, og husholdningernes renterisiko er formindsket betydeligt de seneste år. Som en gennemsnitsbetragtning er danske husholdninger derfor godt rustede til at kunne imødegå eventuelle prisfald. Det betyder ikke, at der ikke er husholdninger, der vil komme i problemer ved rentestigninger og/eller prisfald, men for nuværende tyder det ikke på, at det vil blive et problem for hverken den makroøkonomiske eller finansielle stabilitet. Formandskabet vurderer derfor fortsat, at der ikke er et akut behov for at gribe ind i prisdannelsen på boligmarkedet. Situationen kan dog vende og bør derfor fortsat følges nøje den kommende tid.

UNDERSKUDSGRÆNSE OG 2030-MÅLSÆTNING

Strukturel saldo holder sig over underskudsgrænsen

Den planlagte finanspolitik for næste år indebærer, at den strukturelle saldo forbedres til omtrent balance i 2022. Frem mod 2025 forbedres den strukturelle saldo til et lille overskud, mens demografisk modvind igen svækker saldoen frem mod 2030, hvor der ventes et underskud på omkring ¼ pct. af BNP. Der er dermed udsigt til, at den strukturelle saldo holder sig over budgetlovens underskudsgrænse på ½ pct. af BNP i hele perioden frem mod 2030.

Gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrænse

Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudgrænse fra ½ pct. til 1 pct. af BNP, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*. En underskudgrænse på 1 pct. er tilladt i henhold til de gældende EU-regler. Vurderingen har baggrund i den demografisk betingede forværring af de offentlige finanser frem mod et underskud i 2030. En lavere underskudsgrænse vil alt andet lige øge forskellen mellem den lovfastsatte underskudsgrænse og den forven-

tede saldoudvikling. Det vil mindske risikoen for, at det bliver nødvendigt at gennemføre uhensigtsmæssige opstramninger i tilfælde af ændringer i skøn. En lavere underskudsgrænse vil samtidig give bedre mulighed for at lempe finanspolitikken, hvis der opstår behov for det i forbindelse med et konjunkturmæssigt tilbageslag.

Underskudsgrænse på 1 pct. er økonomisk ansvarligt

Budgetlovens underskudsgrænse skal sikre den finanspolitiske disciplin og bidrage til, at (midlertidige) lempelser i forhold til den fastlagte saldoprofil ikke bringer holdbarheden i fare og truer finanspolitikkens troværdighed. Givet de gunstige udsigter for de offentlige finanser på længere sigt, jf. kapitel III, vurderes det at være økonomisk ansvarligt at sænke underskudsgrænsen til 1 pct. af BNP.

Lavere grænse giver mulighed for at justere mellemfristet mål

En lavere underskudsgrænse åbner for muligheden for at justere det mellemfristede saldomål. Regeringen har aktuelt et mål om strukturel balance i 2030. Den mellemfristede saldomålsætning er grundlæggende et politisk valg, så længe der er troværdighed om finanspolitikken. Forskellen mellem det mellemfristede saldomål og den maksimale underskudsgrænse bør ikke være så lille, at det reelt vil forhindre midlertidige diskretionære tiltag f.eks. i forbindelse med et konjunkturtilbageslag. En underskudsgrænse på 1 pct. af BNP kan på den baggrund ledsages af et mellemfristet saldomål på eksempelvis -½ pct. af BNP. Den mellemfristede fremskrivning præsenteret i kapitlet indebærer et strukturelt underskud på ca. ¼ pct. i 2030. Det betyder, at der er behov for en lille finanspolitisk opstramning, hvis regeringens aktuelle målsætning om balance i 2030 skal opnås. En justeret målsætning vil gøre, at det ikke er nødvendigt at gennemføre en sådan stramning.

Ny 2030-plan kan understøtte troværdigheden

En lavere underskudsgrænse og mellemfristet målsætning kan opfattes som et signal om mindre troværdighed i finanspolitikken. For at understøtte troværdigheden opfordres regeringen til at fremlægge en ny mellemfristet plan. En mellemfristet plan, der går til 2030, vil give grundlag for den overordnede prioritering på eksempelvis skatte-, velfærds- og klimaområdet. En 2030-plan vil indeholde regeringens bud på en ny mellemfristet saldomålsætning og illustrere en tilhørende saldoprofil frem mod 2030. Regeringen kan med fordel samtidig afslutte den evaluering af den danske budgetlov, der er blevet udskudt ad flere omgange. Udskydelsen er uhensigtsmæssig, da der er behov for en evaluering af loven på flere punkter, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019* samt *Dansk Økonomi, forår 2021*.

ARBEJDSMARKEDET

Rekrutterings-udfordringer er konjunkturelle

Der er aktuelt et betydeligt pres på arbejdsmarkedet, hvilket har affødt en diskussion om behovet for at gennemføre tiltag med henblik på at afhjælpe dette. Det er i den forbindelse centralt, at de nuværende rekrutteringsudfordringer grundlæggende må ses som et konjunkturelt fænomen. I fravær af politiske tiltag vil den højere konkurrence om arbejdskraften tendere til at hæve lønninger og priser og derigennem dæmpe efterspørgslen efter arbejdskraft.

Vigtigt at adskille struktur- og konjunkturhensyn

Grundlæggende reformer rettet mod at øge det effektive arbejdsudbud, eksempelvis i form af reformer af dagpenge- og kontanthjælpssystemet, bør baseres på grundige strukturelle overvejelser og bør ikke være motiveret af konjunkturbetingede rekrutteringsudfordringer. Hvis et tiltag af strukturmæssige årsager vurderes at være hensigtsmæssigt, kan timingen af ændringerne ideelt set bidrage til at stabilisere den konjunkturmæssige situation. I praksis kan det dog være vanskeligt at time strukturreformer, blandt andet fordi grundlæggende reformer i mange tilfælde bør annonceres i god tid samtidig med, at mange tiltag tager tid at implementere.

Regeringens forslag har begrænset effekt i 2022

Regeringen har i *Danmark kan mere I* fremlagt en række forslag, der forventes at øge arbejdsstyrken strukturelt, jf. også diskussionen i kapitel I. Hovedparten af tiltagene rettet mod arbejdsmarkedet har imidlertid først effekt fra 2023, og de bidrager derfor ikke nævneværdigt til at dæmpe presset på arbejdsmarkedet på kort sigt.

Udenlandsk arbejdskraft giver øget fleksibilitet, og tilgangen kan gøres konjunkturafhængig

Et område, der ikke indgår i regeringens udspil, er muligheden for at tiltrække udenlandsk arbejdskraft. I *Dansk Økonomi, forår 2017* blev der diskuteret forskellige tiltag, der kan påvirke tilgangen af udenlandsk arbejdskraft, herunder en reduktion af beløbsgrænsen, lavere topskat til udlændinge og et tidsbegrænset beskæftigelsesfradrag for nyuddannede. En lavere beløbsgrænse kan øge indvandringen af højtkvalificeret arbejdskraft fra ikke-EU-lande strukturelt, og analyser i *Dansk Økonomi, forår 2017* viser, at de fordelingsmæssige konsekvenser sandsynligvis er begrænsede. Konjunktursituationen taget i betragtning kan det være et fornuftigt tidspunkt at sænke grænsen. Beløbsgrænsen kan eventuelt gøres betinget af konjunktursituationen.

Konjunkturafhængige dagpenge kan også give øget fleksibilitet

En anden strukturel ændring, som formandskabet ligeledes tidligere har peget på, er muligheden for at indføre et regelbaseret, konjunkturafhængigt dagpengesystem, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2014*. Et sådant system vil kunne øge arbejdsmarkedets tilpasningsevne og bidrage til at dæmpe de konjunkturmæssige udsving i presset på arbejdsmarkedet. Et regelbaseret system vil indebære en større grad af forudsigelighed,

sikre symmetri og skabe en bedre incitamentsstruktur, end hvis alternativet er diskretionære ændringer. Et regelbaseret, konjunkturafhængigt dagpengesystem vil også mindske behovet for at gennemføre diskretionære, konjunkturmotiverede tiltag på arbejdsmarkedet.

LITTERATUR

3F (2021): Coronatests klinger af - podere kan være på vej til trængte brancher. 10. juni 2021. www.fagbladet3f.dk.

Andersen, T.M., M. Svarer, A. Iversen, K. Mølbak og J. Lundgren (2021): *Hverdag med øget beredskab. Afrapportering fra ekspertgruppen om en langsigtet strategi for et genåbnet Danmark.*

Bernal, J.L., N. Andrews, C. Gower, E. Gallagher, R. Simmons, R., S. Thelwal, J. Stowe, E. Terrier, N. Groves, G. Dabrera, R. Myers, J.N.J. Campbell, G. Amirthalingam, M. Edmunds, M. Zambon, K.E. Brown, S. Hopkins, M. Chand og Ramsay, M. (2021): Effectiveness of Covid-19 vaccines against the B.1.617.2 (Delta) variant. *New England Journal of Medicine*, 385 (7), s. 585-594.

Boligøkonomisk Videncenter (2021): Boligmarkedet – Danskernes forventninger, 3. kvartal 2021. September 2021.

Bryan, M.F. og B. Meyer (2010): Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So. Economic Commentary, 2010 (2).

Bureau of Labor Statistics (2021): Productivity and Costs. Second Quarter 2021, Revisited. Pressemeddelelse. 2. september 2021. www.bls.gov.

Centers for Disease Control and Prevention (2021): Delta Variant: What We Know About the Science. 26. august 2021. www.cdc.gov.

Chia, P.Y., S.W.X. Ong, C.J. Chiew, L.W. Ang, J.-M. Chavatte, T.-M. Mak, L. Cui, S. Kalimuddin, W.N. Chia, C.W. Tan, L.Y.A. Chai, S.Y. Tan, S. Zheng, R.T.P. Lin, L. Wang, Y.-S. Leo, V.J. Lee, D.C. Lye og B.E. Young (2021): Virological and serological kinetics of SARS-CoV-2 Delta variant vaccine breakthrough infections: a multi-center cohort study. medRxiv preprint. 31. juli 2021. www.medrxiv.org.

Christensen, J.H.E. (2021): Treasury Yield Premiums. Federal Reserve Bank of San Francisco. www.frbsf.org.

Congressional Budget Office (2021): An Update to the Budget and Economic Outlook: 2021 to 2031. 21. juli 2021.

Danmarks Nationalbank (2020): Opsving dør ikke på grund af alderdom. Analyse (10). Juni 2020.

Danmarks Nationalbank (2021a): Stor geografisk forskel i afdragsfrihed. *Bank og realkredit, balancer, februar 2021*. 25. marts 2021.

Danmarks Nationalbank (2021b): Lempelige finansielle forhold styrker opsvinget. *Monetære og finansielle forhold – september 2021.*

Danmarks Nationalbank (2021c): Økonomien på vej tilbage i moderat højkonjunktur. *Udsigter for dansk økonomi – september 2021.*

Dansk Erhverv (2021): Dansk Erhvervs medlemmer har og forventer fortsat rekrutteringsudfordringer. Analyse. Juli 2021.

Dansk Industri (2021): Den aktuelle rekrutteringssituation. DI Analyse. Juni 2021.

De Økonomiske Råds formandskab (2014): *Dansk Økonomi, efterår 2014*.

De Økonomiske Råds formandskab (2015): *Dansk Økonomi, efterår 2015.*

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

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

De Økonomiske Råds formandskab (2021): *Dansk Økonomi, forår 2021*.

Ekspertgruppen om en langsigtet strategi for et genåbnet Danmark (2021): Smitte og virusevolution. Videnspapir. 12. september 2021.

EU-Kommissionen (2015): Report on Public Finances in EMU 2015. Institutional Paper (14). 16. december 2015.

Federal Reserve (2021): Summary of Economic Projections. 22. september 2021. www.federalreserve.gov.

Finansministeriet (2021a): *Økonomisk Redegørelse, august 2021*.

Finansministeriet (2021b): *Opdateret 2025-forløb: Grundlag for udgiftslofter.* August 2021.

Finanstilsynet (2014): *Rapport om modvirkning af prisbobler på ejendomsmarkedet via finansiel regulering*.

Fowlkes, A. (2021): Effectiveness of COVID-19 Vaccines in Preventing SARS-CoV-2 Infection Among Frontline Workers Before and During B. 1.617.2 (Delta) Variant Predominance—Eight US Locations, December 2020–August 2021. Morbidity and Mortality Weekly Report (70).

Gordon, R. (1975): The Impact of Aggregate Demand on Prices. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1975 (3), s. 613-670.

Grinderslev, D. og J. Smidt (2020): Fremskrivninger og modelbrug i De Økonomiske Råds Sekretariat. *Samfundsøkonomen*, 2020 (2), s. 55-63.

Grinderslev, O.J., P.L. Kramp, A. Kronborg og J. Pedersen (2017): Financial cycles: What are they and what do they look like in Denmark? Danmarks Nationalbank Working Paper (117).

IMF (2021a): Fault Lines Widen in the Global Recovery. *World Economic Outlook Update*. Juli 2021.

IMF (2021b): Four Factors Behind the Metals Price Rally. IMF Blog. 8. juni 2021.

Kissler, S.M, C. Tedijanto, E. Goldstein, Y.H. Grad og M. Lipsitch (2020): Projecting the transmission dynamics of SARS-CoV-2 through the postpandemic period. *Science*, 368, s. 860-68.

Li, B., A. Deng, K. Li, Y. Hu, Z. Li, Q. Xiong, Z. Liu, Q. Guo, L. Zou, H. Zhang, M. Zhang, F. Ouyang, J. Su, W. Su, J. Xu, H. Lin, J. Sun, J. Peng, H. Jiang, P. Zhou, T. Hu, M. Luo, Y. Zhang, H. Zheng, J. Xiao, T. Liu, R. Che, H. Zeng, Z. Zheng, Y. Huang, J. Yu, L. Yi, J. Wu, J. Chen, H. Zhong, X. Deng, M. Kang, O.G. Pybys, M. Hall, K.A. Lythgoe, Y. Li, J. Yuan, J. He og J. Li (2021): Viral infection and transmission in a large well-traced outbreak cause by the Delta SARS-CoV-2 variant. medRxiv preprint. 12. juli 2021. www.medrxiv.org.

Liu, Y. og J. Rocklöv (2021): The reproductive number of the Delta variant of SARS-CoV-2 is far higher compared to the ancestral SARS-CoV-2 virus. *Journal of Travel Medicine*. 9. august 2021.

Nanduri, S., T. Pilishvili, G. Derado, M.M. Soe, P. Dollard, H. Wu, Q. Li, S. Bagchi, H. Dubendris, R. Link-Gelles, J.A. Jernigan, D. Budnitz, J. Bell, A. Benin, N. Shang, J.R. Edwards, J.R. Verani og S.J. Schrag (2021): Effectiveness of Pfizer-BioNTech and Moderna Vaccines in Preventing SARS-CoV-2 Infection Among Nursing Home Residents Before and During Widespread Circulation of the SARS-CoV-2 B.1.617.2 (Delta) Variant. 27. august 2021.

OECD (2021a): *Economic Outlook*, 109. Maj 2021.

OECD (2021b): Keeping the recovery on track. *OECD Economic Outlook, Interim Report*. September 2021.

Petersen, M.B. og A. Roepstorff (2021): Danskernes adfærd og holdninger til corona-epidemien. Resultater fra HOPE-projektet. August 2021.

Phillips, P., S. Shi og J. Yu (2015): Testing for Multiple Bubbles: Historical Episodes of Exuberance and Collapse in the S&P 500. *International Economic Review*, 56 (4), s. 1043-1078.

Public Health England (2021): Vaccines highly effective against B.1.617.2 variant after 2 doses. Pressemeddelelse. 22. maj 2021. www.gov.uk.

Puranik, A., P.J. Lenehan, E. Silvert, M.J. Niesen, J. Corchado-Garcia, J.C. O'Horo, A. Virk, M.D. Swift, J. Halamka, A.D. Bradley, A.J. Venkatakrishnan og V. Soundararajan (2021): Comparison of two highly-effective mRNA vaccines for COVID-19 during periods of Alpha and Delta variant prevalence. medRxiv preprint. 21. august 2021. www.medrxiv.org.

Realkredit Danmark (2021): Den geografiske placering siger mere om vores valg af lån end vores køn gør. Analyse. 11. januar 2021.

Regeringen (2021): *Danmark kan mere I – Flere i arbejde. Danmark skal være rigere, grønnere og dygtigere*. September 2021.

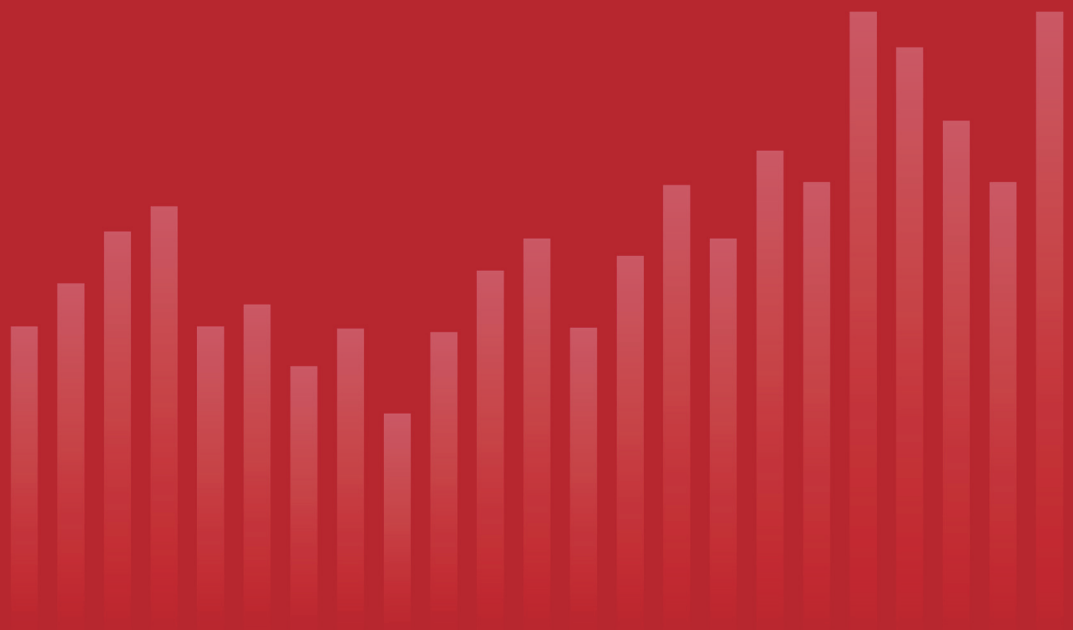
Shresta N.K., P.C. Burke, A.S. Nowacki, P. Terpeluk og S.M. Gordon (2021): Necessity of COVID-19 vaccination in previously infected individuals. medRxiv preprint. 19. juni 2021. www.medrxiv.org.

SSI (2021a): Status for udvikling af SARS-CoV-2 Varianter der overvåges i Danmark. 24. august 2021. www.ssi.dk.

SSI (2021b): Covid-19 – infektioner efter vaccination. 2. september 2021. www.ssi.dk.

Sundhedsstyrelsen (2021): Vedr. immunitet efter vaccination mod COVID-19 og infektion med COVID-19. 30. juni 2021. www.sst.dk.

YouGov (2021): International study: How many people will take the COVID vaccine? 15. januar 2021. www.yougov.co.uk.



Dansk Økonomi, efterår 2021