De Økonomiske Råd
Formandskabet

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Dansk Økonomi, efterår 2022

KAPITEL II
KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Danmark oplever ligesom mange andre lande høj inflation, og der er udsigt til, at inflationen forbliver relativt høj i det kommende 1-1½ år.

Den høje inflation har øget usikkerheden, reduceret købekraften og givet anledning til betydelige pengepolitiske stramninger. Prognosen indebærer omtrent stilstand i dansk økonomi i tre år og et beskæftigelsesfald på mere end 100.000 personer frem til udgangen af 2023. Et positivt beskæftigelsesgap på aktuelt knap 4 pct. vendes dermed til et negativt på ca. 1 pct. i 2024.

Den planlagte finanspolitik for 2023 skønnes at være omtrent neutral, hvilket vurderes at være passende afstemt med konjunktursituationen og den usikkerhed, der er forbundet med udviklingen.

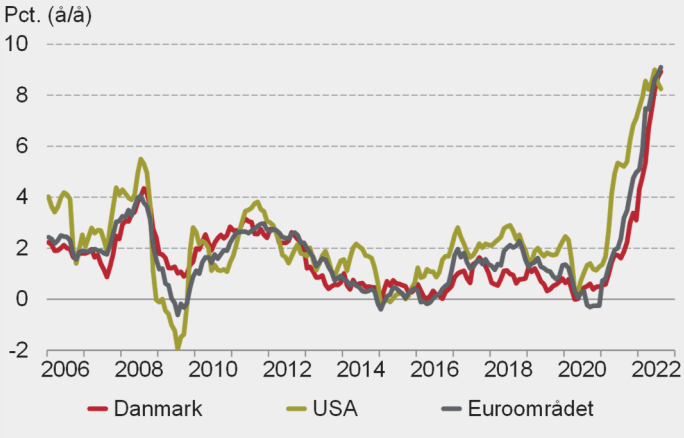
II.1 INDLEDNING

Høj inflation …

Verdensøkonomien er plaget af høj og i mange lande fortsat stigende inflation, jf. figur II.1. Inflationen begyndte at stige allerede i 2021 som følge af højere energipriser, pressede forsyningskæder og høj efterspørgsel, og inflationen er steget yderligere efter Ruslands invasion af Ukraine. I euroområdet og Danmark var inflationen i august ca. 9 pct., mens den i USA har ligget i overkanten af 8 pct. de seneste måneder. I euroområdet og Danmark drives en større andel af prisstigningerne af energi sammenlignet med USA, hvor inflationen i længere tid har været mere bredt funderet med højere stigninger i kerneinflationen. Kerneinflationen i euroområdet og især i Danmark er dog også tiltaget mærkbart de seneste måneder.

FIGUR II.1 INFLATION

Inflationen i både USA, euroområdet og Danmark er tiltaget markant det seneste år.



Anm.: Figuren viser årsvæksten i forbrugerprisindekset for Danmark og USA samt i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet. Seneste observation er august 2022.

Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

… også i 2023

Inflationen påvirkes den kommende tid af en række modsatrettede bevægelser. På den ene side er flere råvarepriser faldet, herunder mange

fødevarer. Det slår igennem på forbrugerpriserne med en vis forsinkelse, men vil bidrage til at trække priserne ned i løbet af 2023. På den anden side forventes nye og markante prisstigninger på el og gas henover sommeren at trække op i forbrugerpriserne, særligt i Europa. I USA er der desuden et opadgående prispres fra højere lønstigninger. I Danmark ventes bidraget fra indenlandsk genereret prispres på samme måde at stige det kommende år blandt andet som følge af højere lønninger. I overensstemmelse med forventningerne blandt internationale prognosemagere er det lagt til grund for prognosen, at inflationen vil forblive omkring det nuværende niveau resten af 2022. Selvom inflationen ventes at aftage igennem 2023 forventes prisstigningerne at forblive mærkbart over det niveau, der har været de seneste mange år. Konkret skønnes de danske forbrugerpriser som årsgennemsnit at stige ca. 8 pct. i år og ca. 5 pct. i 2023, jf. tabel II.1.

TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN

Beskæftigelsesgap ventes at aftage markant og vendes til et negativt gap på ca. 1 pct. i 2024. Inflationen ventes at blive høj med 8 pct. i gennemsnit i år og ca. 5 pct. næste år.

	2021	2022	2023	2024	2030 [a)]
BNP (realvækst i pct.)	4,9	2,3	-0,2	0,6	1,6
Beskæftigelsesgap (pct.)	0,8	3,3	0,6	-1,0	0,0
Nettoledighed (1.000 pers.)	94	68	91	110	96
Offentlig saldo (pct. af BNP)	3,6	0,4	-0,1	-0,2	-0,2
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-0,6	0,2	1,1	0,7	-0,2
Inflation (pct.)	2,1	8,1	5,1	0,8	1,5
Lønvækst (pct.)	2,6	3,8	5,2	4,5	3,4
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	5,1	2,5	0,8	1,8	2,0
10-årig dansk statsobligation (pct.)	0,0	1,5	2,5	2,0	1,1

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

Anm.: Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug.

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

Nedjusterede vækstudsigter

Den høje inflation har reduceret husholdningernes købekraft betragteligt; inflationen giver også anledning til øget usikkerhed og den har givet anledning til pengepolitiske stramninger i de fleste lande. Faldende realløn, øget usikkerhed og stigende renter har bidraget til en begyndende afmatning med et svagt fald i BNP i USA i første halvår 2022 og omtrent stilstand i flere lande i Europa i andet kvartal 2022, herunder i

Storbritannien og Tyskland. Arbejdsmarkederne er mange steder fortsat stærke, men generelt peger de økonomiske indikatorer i retning af en svag økonomisk udvikling fremover. Det afspejler sig blandt andet i de internationale prognoser, der henover sommeren er nedjusteret markant. De forværrede udsigter skal blandt andet ses i lyset af udviklingen i krigen i Ukraine, som har skabt usikkerhed om energiforsyningen. Den sammenvejede BNP-vækst på de danske eksportmarkeder er på den baggrund nedjusteret ca. 2½ pct.point i alt over 2022-23 i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2022*.

Tegn på mere afdæmpet aktivitet i Danmark

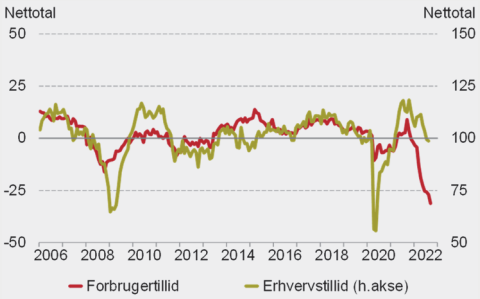
Ligesom i udlandet er der i Danmark tegn på mere afdæmpet aktivitet: Boligmarkedet er bremset op med fald i antallet af handler og faldende priser. Presset på arbejdsmarkedet er fortsat betydeligt, men der er tegn på, at det er ved at vende. Faldet i reallønnen og den øgede usikkerhed, som blandt andet afspejles i faldende og historisk lav forbrugertillid, har bidraget til, at forbruget er faldet igennem hele første halvår i år, jf. figur II.2 og figur II.3. Virksomhedernes forventninger er ligesom forbrugernes faldet, men erhvervslivet er generelt mindre pessimistisk end forbrugerne. Afmatningen af den økonomiske aktivitet sker fra et meget positivt udgangspunkt, hvor BNP i andet kvartal 2022 er 5½ pct. over niveauet forud for coronapandemien, og hvor beskæftigelsen er steget mere end 150.000 personer siden udgangen af 2019. Medio i år vurderes beskæftigelsen at være knap 115.000 personer eller knap 4 pct. over det skønnede strukturelle niveau.

FIGUR II.2 REALLØN

Reallønnen er faldet markant i år, hvilket medvirker til at dæmpe forbruget.

FIGUR II.3 TILLIDSINDIKATORER

Forbrugertilliden er faldet til et meget lavt niveau. Erhvervstilliden er faldet i mindre grad.



Anm.: Reallønnen i venstre figur er forskellen mellem den årlige stigningstakt i Dansk Arbejdsgivers (DA) lønindeks og nationalregnskabets deflator for det private forbrug. Seneste observation er 2. kvartal 2022 i venstre figur, august 2022 for erhvervstilliden i højre figur og september 2022 for forbrugertilliden.

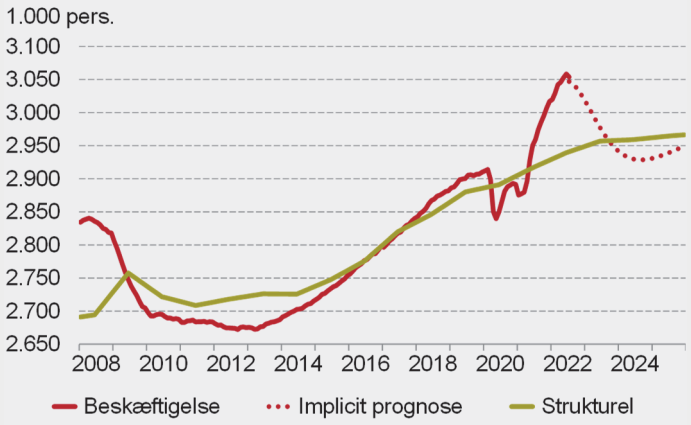
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, DA's lønstatistik og egne beregninger.

Afmatning kan medføre beskæftigelsesfald på mere end 100.000

De svagere udsigter i udlandet, husholdningernes realløn stab, de højere finansieringsomkostninger og den betydelige usikkerhed knyttet til de økonomiske udsigter ventes at reducere efterspørgslen henover efteråret og igennem næste år. Herved forstærkes den afmatning, der allerede er i gang. Prognosen indebærer omtrent stilstand i dansk økonomi i tre år, så BNP ved udgangen af 2024 vil være på nogenlunde samme niveau som ved udgangen af 2021. Tilbageslaget skønnes at blive betydeligt på boligmarkedet med et realt prisfald på knap 20 pct. fra 2021 til 2024. På arbejdsmarkedet ventes beskæftigelsen at falde med mere end 100.000 personer frem mod udgangen af 2023, sådan at beskæftigelsen ved udgangen af 2023 ventes at være omtrent på strukturelt niveau; i 2024 ventes beskæftigelsen at blive ca. 1 pct. under det skønnede strukturelle niveau, jf. figur II.4. En stor del af beskæftigelsesfaldet ventes at slå ud i en reduktion af arbejdsstyrken, som er steget betragteligt de seneste år.

FIGUR II.4 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen skønnes aktuelt at være knap 4 pct. over strukturelt niveau. Prognosen indebærer et betydeligt fald på mere end 100.000 personer frem mod udgangen af 2023, og i 2024 ventes beskæftigelsen at være ca. 1 pct. under end det skønnede strukturelle niveau.



Anm.: Figuren viser den månedlige lønmodtagerbeskæftigelse opregnet til nationalregnskabets årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er juli 2022. Derefter er vist en implicit månedsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelsesskønnene på årsniveau.

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

Den planlagte finanspolitik for 2023 vurderes at være omtrent neutral

I forhold til 2022 skønnes finanslovsforslaget inkl. vinterhjælpspakken at være svagt kontraktivt for væksten i 2023 med ¼ pct.point. Det skyldes dog primært tilbagerulning af coronarelaterede tiltag, og fraset disse skønnes finanslovsforslaget at være omtrent neutralt for væksten i 2023.

Afstand til underskudsgrænse i hele perioden frem til 2030

Nærværende prognose er formandskabets første efter, at budgetlovens grænse for den strukturelle saldo er ændret til et underskud på 1 pct. af BNP. Ved vurderingen af forslaget til finanslov er det dermed denne grænse, der fremover skal anvendes. I den aktuelle fremskrivning vurderes det, at der vil være et mindre overskud på den strukturelle saldo i 2023, og at der vil være afstand til den nye saldogrænse i hele perioden frem til 2030.

Stor usikkerhed om tilbageslagets størrelse og timing

Der er betydelig usikkerhed knyttet til de internationale vækstudsigter, herunder forsyningssituationen i Europa, og dermed også udsigterne for dansk økonomi. Vurderingen af såvel timingen som størrelsen af tilbageslaget er forbundet med betydelig usikkerhed. Udviklingen på arbejdsmarkedet er endnu ikke for alvor vendt, og afmatningen kan vise sig at materialisere sig senere end skønnet i prognosen. I givet fald vil presset på arbejdsmarkedet bestå i en længere periode, og der er en risiko for, at det i kombination med det store reallønstab, der allerede er indtruffet, vil give sig udslag i mere markante lønstigninger ved overenskomstforhandlingerne næste år. En anden risikofaktor er, at den geopolitiske og energiforsyningsmæssige situation kan blive yderligere forværret med endnu svagere vækst og endnu større usikkerhed til følge. Erfaringerne fra finanskrisen viser, at tilbageslag kan ske endog meget brat, når pessimisme og usikkerhed først får tag i husholdninger og virksomheder, især når uroen breder sig til de finansielle markeder.

Usikkerhed forbundet med strukturelle niveauer

Prognosen for dansk økonomi samt anbefalingerne til finanspolitikken i kapitlet bygger på en vurdering af, at der aktuelt er et stort beskæftigelsesgap, som forventes at være lukket ved udgangen af 2023 og blive negativt med ca. 1 pct. i 2024. De strukturelle niveauer kan ikke observeres direkte, men må i stedet beregnes, hvilket er forbundet med usikkerhed. En væsentlig del af de senere års stigning i arbejdsstyrken skønnes at være konjunkturbetinget, men det kan ikke afvises, at en del af stigningen er af mere strukturel karakter. I givet fald vil det aktuelle beskæftigelsesgap være mindre end forudsat i nærværende prognose. En anden usikkerhed relateret til de strukturelle niveauer knytter sig til produktivitetsudviklingen. Dansk økonomi er de seneste år blevet ramt af to store stød i form af coronapandemien og markante energiprisstigninger. Begge dele påvirker økonomiens produktionspo-

tentiale i en periode, men stødene kan også have mere langvarige konsekvenser for væksten. Usikkerheden knyttet til vurderingen af de strukturelle niveauer, både aktuelt og på længere sigt, taler for forsigtighed i tolkningen af både de strukturelle niveauer og de gap, der anvendes til at karakterisere konjunktursituationen.

Indhold i kapitlet

Resten af kapitlet indledes med en beskrivelse af baggrunden for den aktuelt høje inflation i store dele af verden i afsnit II.2. I afsnit II.3 beskrives udviklingen i dansk inflation, herunder hvor stor en del af inflationen, der er indenlandsk genereret. Prognosen for inflationen i Danmark de kommende år præsenteres ligeledes i afsnittet. Afsnit II.4 beskriver udviklingen i international økonomi og pengepolitik, mens afsnit II.5 præsenterer forventningerne til udviklingen i dansk økonomi de kommende år. Usikkerheden om de strukturelle niveauer og implikationerne for vurderingen af den økonomiske politik diskuteres nærmere i afsnit II.6. Afsnit II.7 fokuserer på den forventede udvikling på de offentlige finanser, mens afsnit II.8 omhandler budgetlovsevaluering. Afsnit II.9 afslutter kapitlet med vurderinger og anbefalinger til finanspolitikken.

II.2 BAGGRUND FOR INFLATIONSUDVIKLINGEN

Høj inflation på tværs af lande

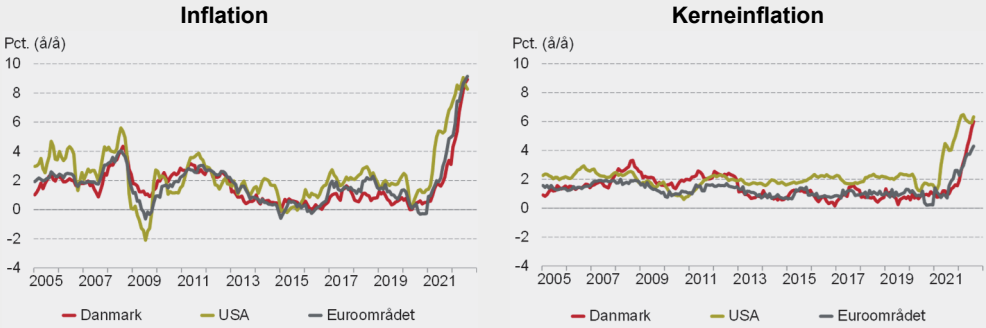
Inflationen er tiltaget kraftigt i store dele af den vestlige verden siden 2021. Den høje inflation på tværs af lande afspejler, at den internationale økonomi er blevet ramt af en række fælles stød i form af først coronapandemien og dernæst krigen i Ukraine. En del af inflationen er dog også indenlandsk genereret, hvilket blandt andet medfører forskelle mellem landene på, hvor meget både den samlede inflation og kerneinflationen er steget, jf. figur II.5.

INFLATION OG KERNEINFLATION

Inflation opgøres ofte som den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset. Forbrugerprisindekset er baseret på en gennemsnitlig husholdnings "indkøbskurv". Dermed påvirkes inflationen også af prisændringer på forbrugsgoder som energi og fødevarer, der historisk har været præget af store prisudsving. *Kerneinflationen* angiver den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset fratrukket det direkte bidrag fra energi og fødevarer (eventuelt kun uforarbejdede).

FIGUR II.5 FORBRUGERPRISER

Inflationen i både USA, euroområdet og Danmark er tiltaget markant det seneste år. Kerneinflationen steg allerede i 2021 markant i USA, men også i euroområdet og Danmark er kerneinflationen på det seneste steget betydeligt.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvæksten i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) for euroområdet og i forbrugerprisindekset for Danmark og USA. I figuren til højre er kerneinflationen for Danmark opgjort som inflationen fratrukket det direkte bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer, mens kerneinflationen for USA og euroområdet er opgjort ved at fratrække det direkte bidrag fra energi og fødevarer. Når der kun renses for uforarbejdede fødevarer, som det er tilfældet for Danmark, bliver kerneinflationen aktuelt højere. Kerneinflationen i Danmark er derfor ikke direkte sammenlignelig med kerneinflationen i USA og euroområdet. Seneste observation er august 2022.

Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Indhold i afsnittet

Dette afsnit ser nærmere på den høje inflation på tværs af lande med særligt fokus på USA og euroområdet, mens det efterfølgende afsnit II.3 fokuserer på inflationen i Danmark. Afsnittet indledes med en principiel diskussion af, hvordan stødene til verdensøkonomien de seneste år kan påvirke inflationen på tværs af lande. Dernæst rettes fokus mod inflationen i USA og euroområdet, hvor forskelle og ligheder i årsagerne til inflationen diskuteres. Efterfølgende beskrives den seneste udvikling i priserne for energi, fødevarer og fragt, og det diskuteres, hvornår denne udvikling kan forventes at slå igennem på forbrugerpriserne. Afsnittet afsluttes med en vurdering af, hvordan inflationen i udlandet kan forventes at udvikle sig de kommende år.

STØD TIL VERDENSØKONOMIEN ØGER PRISERNE OG SÆNKER AKTIVITETEN

To negative udbudsstød til verdensøkonomien …

Verdensøkonomien er siden begyndelsen af 2020 blevet ramt af to stød, som har skabt store forstyrrelser i det internationale økonomiske system, først i form af coronapandemien og siden i form af Ruslands invasion af Ukraine. Begge begivenheder kan karakteriseres som negative udbudsstød og trækker derfor isoleret set i retning af højere priser og lavere økonomisk aktivitet.

… i form af coronapandemien …

I første omgang medførte de smittebegrænsende tiltag i form af restriktioner og nedlukninger under coronapandemien, at der opstod et misforhold mellem udbuds- og efterspørgselssiden af økonomien. Dette resulterede i betydelige flaskehalse i de internationale forsyningskæder. Misforholdet mellem udbud og efterspørgsel blev forstærket af en lempelig penge- og finanspolitik på tværs af lande, som understøttede efterspørgslen på trods af begrænsninger i udbuddet. Samlet gav disse forstyrrelser anledning til markante prisstigninger på fragt og en række råvarer igennem 2021. Selvom coronapandemien generelt har fået aftagende økonomisk betydning på tværs af lande betyder Kinas fortsatte nultolerance overfor smittetilfælde, at de coronarelaterede forstyrrelser af forsyningskæderne fortsat spiller en rolle.

… og krigen i Ukraine

Ruslands invasion af Ukraine i februar 2022 lagde et yderligere opadgående pres på råvarepriserne, herunder især på de europæiske energipriser og på de fødevarepriser, hvor Rusland og Ukraine er vigtige eksportører, jf. figur II.36. Prisstigningerne blev forstærket af de politiske reaktioner fra både Vestens og Ruslands side, som har ført til en markant reduktion i importen af russisk energi til Europa og har skabt en risiko for, at de europæiske lande kommer til at mangle energi til vinter.

Højere råvarepriser øger forbrugerpriserne …

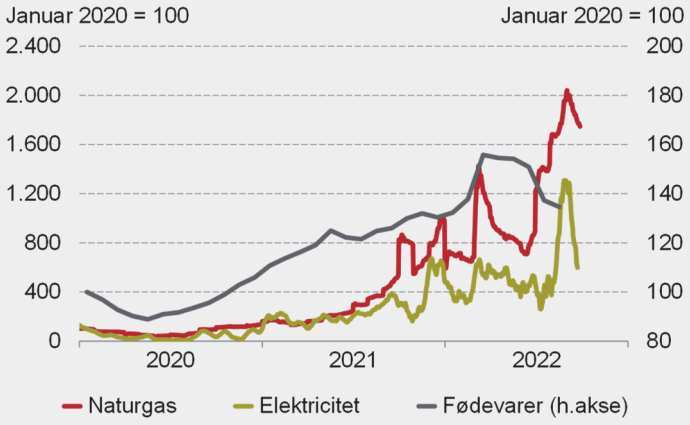
Prisstigningerne på råvarer slår igennem på de priser, forbrugerne står overfor, både direkte gennem forbrugerpriserne for energi og fødevarer og indirekte i det omfang, at virksomhederne overvælter de stigende inputpriser i forbrugerpriserne på øvrige varer og tjenester, jf. boks II.1. Når prisstigningerne spreder sig til øvrige varer og tjenester, slår det igennem på kerneinflationen, som måler inflationen fratrukket det direkte bidrag fra energi og fødevarer.

… og dæmper aktiviteten

Høj inflation udhuler husholdningernes købekraft og giver derudover typisk anledning til pengepolitiske stramninger fra centralbankernes side. Høj inflation fører derfor alt andet lige til lavere efterspørgsel i økonomien og medvirker dermed til at dæmpe aktiviteten.

FIGUR II.6 ENERGI- OG FØDEVAREPRISER

Coronapandemien og krigen i Ukraine har givet anledning til markante prisstigninger på råvarer siden 2021, især på energi. På det seneste er priserne begyndt at aftage igen, men de befinder sig stadig på et forhøjet niveau.



Anm.: Figuren viser prisen på hollandsk TTF-naturgas, den nordiske elpris fra elbørsen Nord Pool og Food and Agriculture Orginazation of the United Nations' (FAO) fødevareprisindeks. På grund af store daglige udsving er elprisen opgjort som to ugers glidende gennemsnit. Alle priser er vist som indeks i forhold til januar 2020. Seneste observation er 28. september 2022 for elprisen, 27. september 2022 for naturgasprisen og august 2022 for fødevareprisindekset.

Kilde: Macrobond.

Forstærkende effekter på inflationen

En række forhold kan have yderligere forstærkende effekter på inflationspresset, jf. også boks II.1. For det første er der en risiko for, at den vedvarende høje inflation sætter sig i højere inflationsforventninger. Dette kan give anledning til øgede lønkrav fra husholdningerne og højere salgspriser fra virksomhederne. For det andet kan konkurrencesituationen have betydning, da ufuldkommen konkurrence teoretisk set både kan forstærke og dæmpe prisovervæltningen fra omkostningsstigninger. For det tredje kan det ikke afvises, at de seneste års stød til økonomierne har ført til et fald i den strukturelle produktivitet og dermed den strukturelle produktion, f.eks. igennem mindre effektive forsyningskæder og energiforsyninger, jf. også afsnit II.6. Lavere produktivitet fører alt andet lige til lavere produktion og højere priser. Endelig er presset på arbejdsmarkederne i de fleste lande tiltaget siden 2021. Det lægger i sig selv et opadgående pres på forbrugerpriserne gennem et øget lønpres.

BOKS II.1 GENNEMSLAG FRA RÅVAREPRISER TIL FORBRUGERPRISER

Prisstigninger på råvarer som eksempelvis energi og uforarbejdede fødevarer kan påvirke forbrugerpriserne gennem en række forskellige kanaler. Denne boks skitserer disse kanaler og præciserer, hvilke effekter der vil slå igennem på inflationen henholdsvis kerneinflationen.

Direkte og indirekte gennemslag fra ændrede råvarepriser til forbrugerpriserne
Når prisen stiger på en råvare, eksempelvis naturgas eller korn, vil dette i første omgang slå igennem på forbrugerpriserne for energi og fødevarer. Dette benævnes den *direkte effekt* af en råvareprisstigning på forbrugerpriserne eller *førsterundeeffekten*. Da kerneinflationen er renset for denne direkte effekt, vil det kun slå igennem på den samlede inflation. Den direkte effekt fra energi- henholdsvis fødevarepriser vil fremgå af de to grønne søjler i figur II.7.

Da råvarer også indgår i produktionen af andre varer og tjenester, vil ændringer i råvarepriserne også slå igennem på priserne på andre forbrugsgoder i takt med, at prisstigningerne bevæger sig op igennem forsyningskæden. Eksempelvis vil en prisstigning på råolie ikke kun øge benzinprisen for forbrugerne (den direkte effekt), men også virksomhedernes omkostninger til blandt andet at transportere varer. Tilsvarende vil en prisstigning på fødevarer ikke kun øge priserne i supermarkedet, men også prisen ved eksempelvis at tage på restaurant. Sådanne effekter benævnes den *indirekte effekt* af råvareprisstigninger og vil slå igennem på kerneinflationen. Indirekte effekter vil fremgå af de to grå søjler i figur II.7.

I tillæg til de ovenstående "mekaniske" effekter på forbrugerpriserne kan der opstå yderligere effekter gennem de afledte reaktioner fra husholdningerne og virksomhederne, jf. nedenfor. Sammen benævnes de indirekte effekter beskrevet ovenfor samt effekterne gennem de afledte reaktioner for *andenrundeeffekter*. Andenrundeeffekterne vil både slå igennem på inflationen og kerneinflation.

Effekter gennem forbrugere og lønmodtagere
Fra husholdningernes side kan de højere forbrugerpriser sætte sig i øgede lønkrav. Dette kan både skyldes, at husholdningerne ønsker at blive kompenseret for det reallønsfald, prisstigningerne allerede har forårsaget, og at forventningerne til den fremtidige inflation stiger. Højere lønstigninger øger virksomhedernes omkostninger yderligere og kan derfor føre til mere generelle prisstigninger i økonomien. Stiger husholdningernes inflationsforventninger, er der en risiko for, at løn- og prisstigningerne bliver selvforstærkende og dermed ender i en *lønprisspiral.* Der vil generelt være en større sandsynlighed for forstærkende effekter gennem løndannelsen, jo strammere arbejdsmarkedet er, da dette øger arbejdstagernes forhandlingskraft.

BOKS II.1 GENNEMSLAG FRA RÅVAREPRISER TIL FORBRUGERPRISER, FORTSAT

Effekter gennem virksomhederne

Prisstigningen på en råvare opstår i første omgang, fordi efterspørgslen overstiger udbuddet. Det betyder, at virksomheder, der producerer en given råvare, har mulighed for at øge prisen, også selvom produktionsomkostningerne ikke nødvendigvis er steget. Dermed øges profitten. For virksomheder senere i produktionskæden vil prisstigningen på råvaren medføre en omkostningsstigning, og her er der både forhold, der trækker i retning af, at overvæltningen af omkostningsstigningen til forbrugerpriserne på kort sigt kan blive dæmpet og forstærket. Det er derfor ikke muligt på forhånd at afgøre, hvad den endelige effekt på forbrugerpriserne bliver.

På den ene side kan gennemslaget på forbrugerpriserne blive dæmpet på kort sigt, hvis virksomhederne af forskellige årsager hæver deres priser med forsinkelse. Det kan eksempelvis ske, hvis virksomhederne har indgået fastpriskontrakter eller har varer på lager, de på et tidligere tidspunkt har købt til en lavere pris. I disse tilfælde bør omkostningsstigningen dog over tid slå fuldt igennem på forbrugerpriserne, sådan at profitten ikke permanent reduceres. Det er også muligt, at virksomhederne begrænser overvæltningen for at undgå at tabe markedsandele, jf. nedenfor. Gennemslaget kan desuden blive dæmpet i det omfang, at virksomhederne og forbrugerne har mulighed for at substituere væk fra de produkter, der er steget mest i pris.

På den anden side kan der opstå et større gennemslag på forbrugerpriserne, hvis nogle virksomheder på kort sigt får mulighed for at øge profitten som følge af træghed i udbuddet. Denne situation kan opstå, fordi en markant prisstigning på én vare kan medføre, at forbrugerne substituerer over mod andre varer. Dette vil svare til et positivt efterspørgselsstød for producenterne af de andre varer og bevirker, at de kan hæve prisen, også selvom de ikke har oplevet en omkostningsstigning. På lang sigt vil udbuddet dog tilpasse sig, og priserne (og profitterne) bør derfor falde tilbage igen. Prisgennemslaget kan også blive forstærket, hvis virksomhederne forventer yderligere omkostningsstigninger i fremtiden og derfor vælger på forkant at øge salgspriserne lidt mere, end hvad der svarer til den aktuelle omkostningsstigning.

Mere overordnet har konkurrenceforholdene på et marked betydning for gennemslaget på forbrugerpriserne. Under fuldkommen konkurrence vil prisen afspejle marginalomkostningerne, og der bør derfor være fuld overvæltning fra en omkostningsstigning til prisen, i hvert fald på lang sigt. Ufuldstændig konkurrence kan principielt både bidrage til at forstærke og formindske gennemslaget. Dette vil især afhænge af forbrugernes prisfølsomhed på det enkelte marked. Under typiske antagelser om efterspørgslen vil markedsmagt bidrage til at mindske gennemslaget, da virksomhederne reducerer deres markupper for at fastholde markedsandele. Det giver en prisovervæltning på mindre end én. Hvis efterspørgslen bliver tilpas inelastisk, altså hvis efterspørgslen ikke er følsom overfor prisen, kan markedsmagt dog bidrage til at forstærke gennemslaget og trækker dermed i retning af en prisovervæltning på mere end én, jf. Weyl og Fabinger (2013). I sidste ende er prisfølsomheden et empirisk spørgsmål, og der findes eksempler på prisovervæltning på både over og under én, jf. Pless og Benthem (2019).

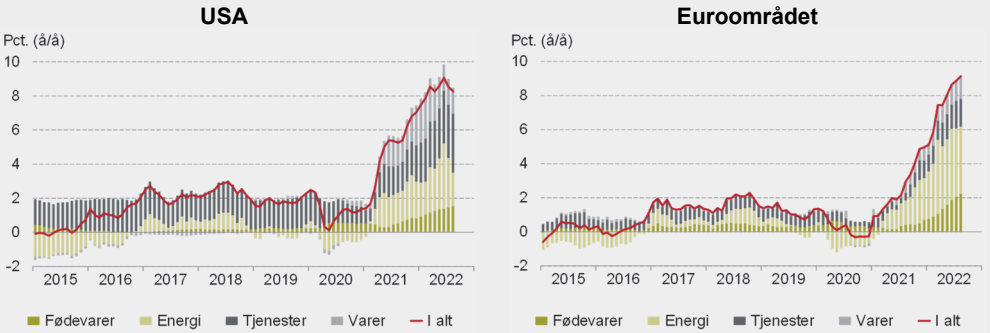
FORTSAT HØJ INFLATION I USA OG EUROOMRÅDET

Fortsat høj inflation i USA og euroområdet

Inflationen er fortsat høj i både USA og euroområdet, jf. figur II.7. Inflationen i euroområdet er stadig opadgående og nåede det hidtil højeste niveau i august med 9,1 pct. I USA toppede inflationen indtil videre med 9,1 pct. i juni og var senest 8,3 pct. i august. Selvom den samlede inflation er nogenlunde ens i de to områder, er der stadig betydelige forskelle i, hvad der driver forbrugerprisstigningerne. I euroområdet kan den høje inflation fortsat i betydeligt omfang tilskrives prisstigningerne på energi og til en vis grad også fødevarer. I USA er inflationen til gengæld mere bredt funderet og drives også i betydeligt omfang af prisstigninger på andre varer og tjenester. En del af dette kan skyldes overvæltning fra energi- og fødevareprisstigningerne, mens en anden del kan skyldes indenlandsk genereret prispres.

FIGUR II.7 INFLATION

Selvom inflationen er høj i både USA og euroområdet, er sammensætningen af prisstigningerne forskellig. I euroområdet kan en betydelig del af inflationen forklares direkte af energiprisstigninger, mens der i USA er en større stigning i kerneinflationen.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvæksten i forbrugerprisindekset i USA, mens figuren til højre viser årsvæksten i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet. For USA er vækstbidragene en approksimation, hvorfor de ikke summerer præcist til den samlede inflation. De grå søjler afspejler vækstbidraget fra kerneinflationen. Kerneinflationen er her opgjort som inflationen fratrukket det direkte bidrag fra energi og fødevarer. Seneste observation er august 2022.

Kilde: Macrobond, Eurostat og egne beregninger.

USA har fortsat en højere kerneinflation

De bredere funderede prisstigninger i USA kommer til udtryk i en højere kerneinflation (6,3 pct.) sammenlignet med euroområdet (4,3 pct.). I euroområdet er der dog også tale om en markant højere kerneinfla-

tion end sædvanligt. Stigninger i kerneinflationen er generelt mere bekymrende, da det indikerer et større underliggende prispres i økonomien. De seneste måneder har der været tegn på, at stigningen i kerneinflationen i USA er taget af, mens kerneinflationen i euroområdet fortsat har en opadgående tendens.

FORSKELLIGE ÅRSAGER TIL DEN HØJE INFLATION I USA OG EUROOMRÅDET

Inflation skyldes både udbuds- og efterspørgselsstød

En række nyere studier forsøger at måle, hvor stor en del af stigningen i inflationen de seneste par år der kan tilskrives de udbudsrelaterede stød (coronapandemien og krigen i Ukraine) henholdsvis de efterspørgselsrelaterede stød (ekspansiv økonomisk politik). Studierne fokuserer især på inflationen i kølvandet på pandemien og finder helt overordnet, at både de udbuds- og efterspørgselsrelaterede faktorer er vigtige for at forstå udviklingen i inflationen på tværs af lande, jf. også boks II.2.

Efterspørgsel spiller større rolle for inflation i USA

Der er dog også indikationer på, at de efterspørgselsrelaterede faktorer har spillet en større rolle for inflationsstigningen i USA end i euroområdet. Dette kan blandt andet skyldes en kraftigere finanspolitisk stimulans i USA under pandemien, som har givet anledning til et større kapacitetspres relativt til andre lande. USA har da også haft en markant større stigning i lønvæksten end euroområdet, jf. figur II.8. Da der traditionelt har været en relativt tæt sammenhæng mellem kapacitetspres og lønstigninger, jf. boks II.3, kan denne forskel i lønudviklingen afspejle, at presset på det amerikanske arbejdsmarked er større end i euroområdet. De højere lønstigninger i USA giver sig udslag i et mindre reallønsfald end i euroområdet på trods af, at inflationen er på omtrent samme niveau.

Større energiprisstigninger i euroområdet

USA og euroområdet afviger også fra hinanden i forhold til betydningen af energiprisstigningerne, da det især er de europæiske lande, der har oplevet markante prisstigninger i kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine. Det hænger sammen med, at alle lande er påvirket af den højere oliepris, mens det primært er de europæiske lande, der er påvirket af de højere regionale priser på naturgas og elektricitet. En analyse i OECD (2022a) finder i sammenhæng hermed, at en mindre del af inflationen i USA i april 2022 kan forklares af stigningen i producentpriserne, end det er tilfældet i euroområdet. Det indikerer ligeledes, at stigningen i kerneinflationen i USA i større omfang kan tilskrives andre forhold end de stigende råvarepriser.

FIGUR II.8 LØNSTIGNINGER

Lønvæksten er især taget til i USA, hvilket indebærer et mindre reallønsfald end i euroområdet.

Anm.: For USA er lønnen vist for Employment Cost Index fra U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), mens det for euroområdet er Indicator of Negotiated Wages fra ECB. Væksten i reallønnen er beregnet ved at trække årsvækstraten i forbrugerprisindekset (inflationen) fra årsvækstraten i lønnen. Seneste observation er 2. kvartal 2022.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Konkurrenceforhold har ikke entydig effekt på inflationen

En yderligere potentiel forskel mellem USA og euroområdet kan være, at virksomhederne har haft forskellig mulighed for at øge profitterne. De seneste årtier har der været en underliggende udvikling i retning af svagere konkurrence i både USA og Europa, jf. De Loecker mfl. (2020) for USA og Kouvavas mfl. (2021) for en række eurolande. Svagere konkurrence kan give anledning til såvel en større som mindre prisovervæltning fra omkostningsstød, da overvæltningen blandt andet afhænger af prisfølsomheden på efterspørgslen på de markeder, der oplever omkostningsstigningen, jf. også boks II.1 tidligere i afsnittet.

Tegn på, at markedsmagt har øget inflationen i USA, men ikke i euroområdet

For USA peger ny evidens på, at gennemslaget fra stigende omkostninger til salgspriserne stiger med markedsmagten, jf. Bräuning mfl. (2022). I det tilfælde vil den svagere konkurrence bidrage til at øge inflationen. I eurolandene er der omvendt tegn på, at den stigende markedsmagt har bidraget til at dæmpe prisovervæltningen, hvilket isoleret set har bidraget til at stabilisere inflation i euroområdet de seneste år, jf. Kouvavas mfl. (2021). For USA finder et andet studie netop, at markupperne i de amerikanske virksomheder steg markant i 2021, jf. Konczal og Lusiani (2022). Dette kan indikere, at de amerikanske virksomheder har øget priserne mere, end hvad omkostningsstigningen vil tilsige. Udviklingen kan dog også hænge sammen med, at der i 2021 i

USA primært var tale om et efterspørgselsstød, hvilket typisk er forbundet med en stigning i markupperne på kort sigt, jf. også boks II.1 tidligere i afsnittet.

BOKS II.2 BETYDNINGEN AF UDBUD OG EFTERSPØRGSEL FOR INFLATIONEN I 2020-22

Shapiro (2022) undersøger for USA betydningen for inflationen af ændringerne på efterspørgsels- og udbudssiden siden starten af coronapandemien. Shapiro (2022) finder, at efterspørgselsfaktorer spillede en vigtig rolle for udviklingen i inflationen i det første år af pandemien, hvor faldet i efterspørgslen initialt trak inflationen ned, hvorefter genopretningen af efterspørgslen gradvist øgede inflationen, herunder som følge af den finanspolitiske stimuluspakke *American Rescue Plan*, der blandt andet indebar direkte overførsler til husholdningerne. Siden 2021 har det i stigende omfang været begrænsningerne på udbudssiden af økonomien, der har trukket inflationen op, først i form af de tiltagende flaskehalsproblemer i forsyningskæderne og sidenhen i form af stødene til energi- og fødevaremarkederne som følge af krigen i Ukraine. For april 2022 estimerer Shapiro (2022) konkret, at udbudsfaktorerne kan forklare omtrent halvdelen af stigningen i inflationen sammenlignet med årene før coronapandemien, mens omtrent en tredjedel kan tilskrives efterspørgselsfaktorer. Den resterende del er ikke mulig at tilskrive enten udbuds- eller efterspørgselssiden.

For et bredere udsnit af lande, herunder eurolandene og USA, finder Celasun mfl. (2022), at udbuds- og efterspørgselsstødene under coronapandemien hver især kan forklare omtrent halvdelen af stigningen i producentprisindekset i 2021. For forbrugerpriserne finder studiet, at udbudsstødene forårsaget af pandemien i varierende omfang kan forklare stigningen i kerneinflationen i 2021 på tværs af lande. For Tyskland kan udbudsstødene eksempelvis forklare stort set hele stigningen i kerneinflationen, mens det for USA kun forklarer en begrænset del af kerneinflationsstigningen. Det indikerer, at efterspørgselsfaktorer har spillet en større rolle for inflationen under pandemien i USA, hvilket også er et resultat, der genfindes i Di Giovanni mfl. (2022).

Andre studier peger også på, at høj efterspørgsel har spillet en betydelig rolle for den tiltagende inflation i USA. Ball mfl. (2022) viser eksempelvis, at et betydeligt pres på arbejdsmarkedet målt ved antallet af ledige stillinger pr. arbejdsløs kan forklare en stor del af stigningen i kerneinflationen i USA i 2021-22, mens resten kan tilskrives andenrundeeffekter fra de stigende inputpriser. Studiet estimerer også, at *American Rescue Plan* har haft en vis effekt på kerneinflationen i USA gennem et øget pres på arbejdsmarkedet. Jordá mfl. (2022) argumenterer i forlængelse heraf for, at den betydelige finanspolitiske stimulans i USA i 2021 kan være en del af forklaringen på, at den amerikanske inflation steg relativt til andre lande i 2021.

BOKS II.3 SAMMENHÆNG MELLEM KAPACITETSPRES OG LØNSTIGNINGER

Traditionelt har der været en relativt tæt sammenhæng mellem økonomiens aktivitetsniveau og stigningstakten i priser og lønninger. Denne sammenhæng benævnes også Phillipskurven. Sammenhængen tilsiger, at når aktiviteten er høj (oftest opgjort ved en lav ledighed), så er løn- og prispresset i økonomien stort. Intuitionen er, at et strammere arbejdsmarked tvinger virksomhederne til at hæve lønningerne (og efterfølgende priserne) for at tiltrække og fastholde medarbejdere.

Selvom der fortsat er en sammenhæng mellem lønstigninger og ledighed, indikerer nogle studier, at sammenhængen i flere lande er svækket i de senere år, jf. f.eks. Bobeica og Sokol (2019). Et amerikansk studie finder, at sammenhængen mellem inflationen og ledigheden i USA altid har været begrænset, og at det i stedet er udviklingen i de langsigtede inflationsforventninger, der er central for at forstå inflationsudviklingen, jf. Hazell mfl. (2022).

Den svagere sammenhæng mellem ledighed og lønstigninger har affødt en større økonomisk litteratur, der søger at inddrage andre indikatorer for kapacitetspres (eksempelvis antal ledige stillinger pr. arbejdsløse; den såkaldte Beveridgekurve) og andre, mindre støjfyldte inflationsmål (f.eks. kerneinflation eller medianinflation). En del af disse studier peger på, at sammenhængen mellem kapacitetspres og inflation i mere bred forstand fortsat eksisterer, jf. f.eks. Ball og Mazumder (2019), Barnichon og Shapiro (2022) og Ball mfl. (2022).

Inflationsforventninger afgørende for faktisk inflation

Udviklingen i inflationsforventningerne kan også have afgørende betydning for, hvordan den faktiske inflation vil udvikle sig. Forventer husholdningerne og virksomhederne eksempelvis, at priserne vil stige i fremtiden, kan det allerede lede til øgede lønkrav og priser i dag. På den måde kan højere inflationsforventninger blive selvopfyldende. Et nyt studie viser, at udviklingen i de langsigtede inflationsforventninger er afgørende for at forstå den historiske udvikling i den faktiske inflation i USA, jf. Hazell mfl. (2022).

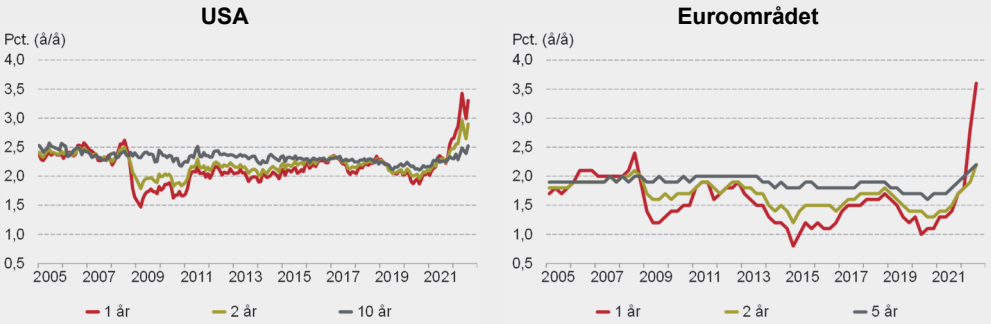
Svag stigning i langsigtede inflationsforventninger i både USA og euroområdet

Ifølge spørgeskemabaserede undersøgelser blandt professionelle prognosemagere har der i løbet af 2022 været tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger i både USA og euroområdet er begyndt at tiltage i forhold til årene forud for coronapandemien, jf. figur II.9. Stigningen er dog endnu svag, og der er fortsat tale om en betydeligt større stigning i de kortsigtede inflationsforventninger. Der ses en lignende udvikling for de finansielle markeders og husholdningernes langsigtede inflationsforventninger i USA, som ligeledes er steget svagt og aktuelt befinder sig på et lidt højere niveau end i årene forud for coronapandemien. Udviklingen indebærer, at de langsigtede inflationsforventninger i euroområdet for første gang i den spørgeskemabaserede undersøgelse overstiger den europæiske centralbanks (ECB's) symmetriske inflationsmål på 2 pct. Samlet set er der ikke umiddelbart

tegn på, at udviklingen i inflationsforventningerne er en medvirkende årsag til forskellene i inflationen i USA og euroområdet.

FIGUR II.9 SPØRGESKEMABASEREDE INFLATIONSFORVENTNINGER

De spørgeskemabaserede inflationsforventninger er ikke kun tiltaget på kort sigt, men også på lang sigt. Stigningen i de kortsigtede inflationsforventninger er dog betydeligt mere markant.



Anm.: De spørgeskemabaserede inflationsforventninger er for USA baseret på Federal Reserve Bank of Philadelphias undersøgelse Aruoba Term Structure of Inflation Expectations og for euroområdet ECB's Survey of Professional Forecasters. For euroområdet angiver "1 år" forventningen til inflationen om et år og så fremdeles, mens det for USA angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem i tid og så fremdeles. De langsigtede inflationsforventninger er for euroområdet opgjort fem år frem i tid og for USA som gennemsnit over de kommende ti år. Seneste observation er august 2022 for USA og 3. kvartal 2022 for euroområdet.

Kilde: Macrobond.

Inflation i USA og euroområdet drives til en vis grad af forskellige forhold

Opsummerende er der tegn på, at den høje kerneinflation i USA i større omfang end i euroområdet kan tilskrives indenlandske forhold, herunder en mere lempelig finanspolitik under coronapandemien samt et større underliggende lønpres. Dertil kommer, at der er indikationer på, at markedsmagt blandt amerikanske virksomheder kan have forøget prisstigningerne i USA, mens der ikke umiddelbart findes tegn på dette i euroområdet. I euroområdet afspejler den høje kerneinflation til gengæld i højere grad, at de store prisstigninger på energi gradvist er blevet overvæltet til andre forbrugerpriser.

FORSINKELSE I GENNEMSLAG FRA RÅVAREPRISER

Nye prisstigninger på energi henover sommeren

I løbet af foråret var de høje energipriser i kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine begyndt at falde tilbage igen, men i løbet af sommeren har der været nye, markante prisstigninger på europæisk naturgas og elektricitet, jf. også figur II.6 tidligere i afsnittet. Selvom priserne det sidste stykke tid er begyndt at falde igen, befinder de sig fortsat på et betydeligt højere niveau sammenlignet med perioden umiddelbart efter Ruslands invasion af Ukraine. I modsætning hertil er olieprisen i store træk nedadgående. Prisstigningerne på europæisk gas og el henover sommeren skal blandt andet ses i lyset af yderligere reduktioner i gasleverancerne fra Rusland til Europa samt øget usikkerhed om forsyningssikkerheden i de europæiske lande den kommende vinter. Dertil kommer, at flere europæiske lande har været ramt af en ekstraordinær hedebølge og tørke henover sommeren, som reducerede energiproduktionen fra blandt andet vindmøller og vandkraftværker samtidig med, at behovet for at anvende energi til nedkøling steg.

Højere energipriser overvæltes typisk hurtigt i forbrugerpriserne

Empiriske studier af gennemslaget fra energiprisstigninger til forbrugerpriserne indikerer, at den direkte effekt, dvs. effekten på forbrugerpriserne for energi, generelt er høj og sker hurtigt, jf. f.eks. EU-Kommissionen (2022a), Kuik mfl. (2022), ECB (2010) og Meyler (2009).[1] Dette gælder især ændringer i olieprisen, hvor prisændringen typisk er slået igennem på forbrugerprisen indenfor omtrent en måned, mens ændringer i naturgasprisen slår lidt langsommere igennem og typisk tager tre til ni måneder. Den indirekte effekt på andre forbrugerpriser end energi er typisk mere begrænset og gradvis.[2] Dette kan blandt andet afspejle, at energi kun udgør en begrænset del af den samlede værdikæde, ligesom virksomhederne kan vælge at absorbere en del af prisstigningen i profitten for at fastholde markedsandele, jf. også boks II.1 tidligere i afsnittet.[3]

1) Studier på virksomhedsdata i USA og Tyskland viser tilsvarende, at virksomhederne historisk set har været i stand til at overvælte en betydelig andel af stigende energiomkostninger i deres priser, jf. Ganapati mfl. (2020) og Hintermann mfl. (2020). Begge studier finder dog en prisovervæltning på mindre end én.

2) Studier, der i stedet betragter sammenhængen mellem ændringer i producentpriserne og ændringer i forbrugerpriserne, finder også overordnet, at effekten på forbrugerpriserne primært afspejler den direkte effekt på forbrugerpriserne på energi og fødevarer, mens effekten på kerneinflationen er mere begrænset, jf. Celasun mfl. (2022), Kostenbauer (2022) og OECD (2022a).

3) Selv hvis der er fuldt gennemslag fra en råvareprisstigning til forbrugerpriserne i absolutte termer, vil det slå ud i en mindre procentuel stigning i forbrugerpriserne. Det skyldes, at råvarer kun udgør en begrænset del af den samlede værdikæde, ligesom den endelige forbrugerpris også består af punktafgifter mv.

Prisstigninger henover sommeren endnu ikke slået fuldt igennem

Samlet set indikerer dette, at prisstigningerne på energi i starten af 2022 i vidt omfang er slået igennem på forbrugerpriserne, både gennem de direkte og indirekte effekter. Omvendt kan effekten fra prisstigningerne på gas og el henover sommeren formentlig endnu ikke ses fuldt ud i de europæiske forbrugerpriser.

Overvæltning fra fødevarepriser er mere gradvis

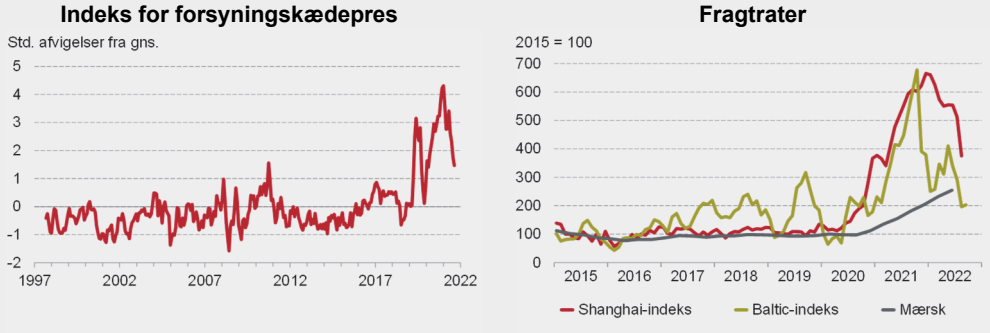
Udviklingen i FAO's fødevareprisindeks indikerer, at de globale priser på uforarbejdede fødevarer generelt er begyndt at falde ovenpå prisstigningerne i starten af 2022. Empirisk evidens for eurolandene tyder på, at stigende priser på uforarbejdede fødevarer gradvist overvæltes i forbrugerpriserne over omtrent halvandet år, jf. Peersman (2022). Effekten opstår primært som følge af den direkte effekt på forbrugerpriserne for fødevarer, men der findes også tegn på andenrundeeffekter gennem løndannelsen, som fører til en mere vedvarende, omend begrænset, stigning i forbrugerpriserne. Det kan indikere, at prisstigningen på fødevarer i starten af 2022 endnu ikke er slået fuldt igennem på forbrugerpriserne, og at de seneste prisfald omvendt først kan forventes at være slået fuldt igennem på forbrugerpriserne i løbet af 2023.

Fragtrater slår igennem på forbrugerpriser med forsinkelse

I tillæg til energi- og fødevarepriserne har også forhøjede fragtrater bidraget til at øge forbrugerpriserne over de seneste år. Aktuelt er der tegn på, at presset på de globale forsyningskæder er aftagende, hvilket kommer til udtryk i faldende fragtrater, jf. figur II.10. Carrière-Swallow mfl. (2022) viser, at en stigning i fragtraten både øger inflationen og kerneinflationen, og ifølge studiet går der ca. et år, før prisstigningen er slået fuldt igennem. Studiet indikerer, at de fortsat høje fragtrater i begyndelsen af 2022 formentlig først vil være slået fuldt igennem på forbrugerpriserne ved udgangen af 2022, og at de aktuelt aftagende fragtrater derefter gradvist kan bidrage til at sænke forbrugerpriserne i 2023.

FIGUR II.10 PRES PÅ DE GLOBALE FORSYNINGSKÆDER

Aftagende pres på de globale forsyningskæder kommer blandt andet til udtryk i faldende fragtrater.



Anm.: Figuren til venstre viser et indeks for pres på de globale forsyningskæder udviklet af Federal Reserve Bank of New York (*Global Supply Chain Pressure Index*). En værdi over (under) nul afspejler, at indekset befinder sig over (under) den gennemsnitlige værdi for indekset. Figuren til højre viser Shanghai-indekset, som opgør fragtpriser for containere fra Shanghai til 13 forskellige destinationer, Baltic-indekset, som er et fragtindeks for tørlast, der beskriver priserne på 20 internationale ruter, og Mærsks fragtrateindeks, som modsat de to øvrige indeks ikke udviser et fald i 2. kvartal af 2022. Seneste observation er 2. kvartal 2022 for Mærsks fragtrateindeks, august 2022 for Shanghai-indekset og september 2022 for de øvrige serier.

Kilde: Macrobond, Mærsk og egne beregninger.

INFLATIONSPRES PÅ TVÆRS AF LANDE VENTES AT AFTAGE I LØBET AF 2023

I det følgende diskuteres først, hvordan priserne på energi, fødevarer, fragt og arbejdskraft kan forventes at udvikle sig de kommende år, og hvordan denne udvikling kan forventes at slå igennem på de priser, forbrugerne står overfor. Dernæst præsenteres de seneste Consensus-forventninger til inflationsudviklingen i USA og euroområdet.

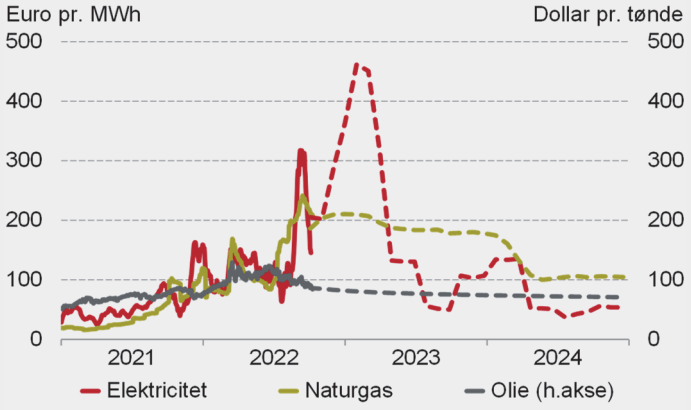
Futurespriser indikerer faldende energipriser især fra 2023

For det første befinder energipriserne for især gas og el sig som nævnt fortsat på et meget højt niveau, omend der er tegn på, at priserne er begyndt at falde tilbage fra det meget høje niveau. Udviklingen i futurespriserne giver en indikation af markedets forventninger til den fremtidige prisudvikling. Ifølge futurespriserne vil de europæiske gas- og elpriser fortsat befinde sig på et højt niveau i resten af 2022, men falde de kommende år, jf. figur II.11. For olieprisen forventer markedet, at den nedagående tendens vil fortsætte over de kommende år. Et forbe-

hold for at anvende futures som indikator for den fremtidige prisudvikling er dog, at futurespriserne har en tendens til at bevæge sig med spotpriserne, hvorfor de generelt skal tolkes med forsigtighed. I den nuværende situation med store bevægelser i spotpriserne er der endnu større usikkerhed knyttet til den fremtidige prisudvikling, som i Europa i høj grad vil afhænge af udviklingen i forsyningssituationen.

FIGUR II.11 ENERGIPRISER

De europæiske priser på naturgas og elektricitet er igen steget markant. Futures peger på høje energipriser ind i 2023.



Anm.: Olieprisen er prisen på en tønde brentolie, naturgasprisen er prisen på hollandsk TTF-naturgas, og elprisen er den nordiske elpris fra elbørsen Nord Pool. På grund af store daglige udsving er elprisen opgjort som to-ugers glidende gennemsnit. Seneste observation er 28. september 2022 for elprisen og 27. september 2022 for naturgas- og olieprisen. De stiplede linjer angiver månedlige futurespriser baseret på markedsdata fra d. 27. september 2022.

Kilde: Macrobond.

Fald i fødevarepriser forventes at slå gradvist igennem på forbrugerpriser

For det andet skønnes det, at det seneste fald i fødevarepriserne vil fortsætte over de kommende år. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at de aftagende energipriser forventeligt vil bidrage til gradvist at reducere produktionsomkostningerne. Tendensen til, at højere fødevarepriser kun gradvist slår igennem på forbrugerpriserne, taler for, at de prisstigninger på fødevarer, der blev set i starten af 2022, endnu ikke er slået fuldt ud igennem på forbrugerpriserne. Det er derfor muligt, at der fortsat vil komme et positivt bidrag til forbrugerpriserne herfra også hen imod slutningen af 2022 og ind i de første måneder af 2023. I løbet af

2023 vil de seneste fald i fødevarepriserne til gengæld begynde gradvist at bidrage negativt til udviklingen i forbrugerpriserne.

Normalisering af fragtrater vil over tid reducere forbrugerpriser

For det tredje lægges det til grund, at presset på de globale forsyningskæder vil fortsætte med at aftage i takt med, at forholdet mellem udbud og efterspørgsel normaliseres ovenpå forstyrrelserne forårsaget af coronapandemien. I lyset af Kinas fortsatte nultolerancestrategi overfor coronasmitte samt de nye nedlukninger af kinesiske storbyer kan det dog ikke afvises, at flaskehalsene i forsyningskæderne vil tiltage igen og fragtraterne stige. Dertil kommer, at krigen i Ukraine har lagt et fornyet pres på godstransporten, da både ukrainske og russiske havne har været taget ud af brug. Samlet set forventes en gradvis normalisering af fragtraterne dog at bidrage til at sænke forbrugerpriserne over de kommende år. Givet, at der typisk er en vis forsinkelse i gennemslaget til forbrugerpriserne, forventes dette dog primært at gøre sig gældende fra 2023 og frem.

Højere lønstigninger øger prispresset, især i USA

For det fjerde har et tiltagende kapacitetspres på arbejdsmarkederne og den vedvarende høje inflation lagt et opadgående pres på lønningerne på tværs af økonomier. Dette kommer især til udtryk i lønudviklingen i USA, jf. også tidligere i afsnittet. Tilsvarende er Consensusforventningerne til lønstigningerne i USA gradvist tiltaget og tilsiger nu, at lønningerne vil stige ca. 5 pct. i USA i år og ca. 4½ pct. næste år. I euroområdet ventes lønstigninger på godt 3½ pct. i år og ca. 3¼ pct. næste år. De højere lønstigninger især i USA øger virksomhedernes omkostninger til arbejdskraft og bidrager dermed til at øge forbrugerpriserne de kommende år. Consensus-forventningen om relativt beskedne lønstigninger i 2023 set i lyset af den høje inflation kan afspejle en forventning om, at den internationale økonomi står overfor en økonomisk afmatning, og potentielt recession, i 2023.

Betydelig usikkerhed knyttet til lønudviklingen

Det kan dog ikke afvises, at lønstigningerne vil blive større de kommende år, end Consensus-forventningerne tilsiger. Det kan eksempelvis ske, hvis det markante reallønsfald i 2022 giver anledning til større lønkrav fra husholdningerne. Tiltagende inflationsforventninger kan ligeledes øge lønkravene. Der er endnu kun set en beskeden stigning i de langsigtede inflationsforventninger i USA og euroområdet, men skulle der ske et større skred i inflationsforventningerne, vil det alt andet lige øge risikoen for en periode med højere inflation drevet af en lønprisspiral. Centralbankerne har imidlertid reageret på den vedvarende høje inflation ved at hæve de pengepolitiske renter betydeligt, jf. afsnit II.4, og det reducerer omvendt risikoen for en løsrivelse af inflationsforventningerne.

Opsummering: Aftagende pres på forbrugerpriser især fra 2023 …

Samlet set påvirkes udviklingen i forbrugerpriserne i USA og euroområdet de kommende år af flere modsatrettede forhold. På den ene side kan de seneste prisstigninger på gas og el ventes at holde forbrugerpriserne i de europæiske lande oppe i resten af 2022 og også ind i 2023. Tilsvarende kan de højere fødevarepriser og fragtrater i starten af året bidrage til at holde forbrugerpriserne oppe i resten af 2022. I tillæg hertil vil højere lønstigninger især i USA bidrage positivt til forbrugerpriserne over de kommende år. På den anden side kan faldet i olieprisen bidrage til at sænke forbrugerpriserne allerede i 2022. Desuden kan de seneste fald i fødevarepriserne og fragtraterne ventes at begynde at bidrage negativt til forbrugerpriserne især i løbet af 2023. Dertil kommer, at yderligere pengepolitiske stramninger forventeligt vil virke til at dæmpe efterspørgslen på tværs af lande og derigennem dæmpe prispresset bredt set, jf. også afsnit II.4.

… betyder gradvist aftagende inflation, men forhøjet prisniveau

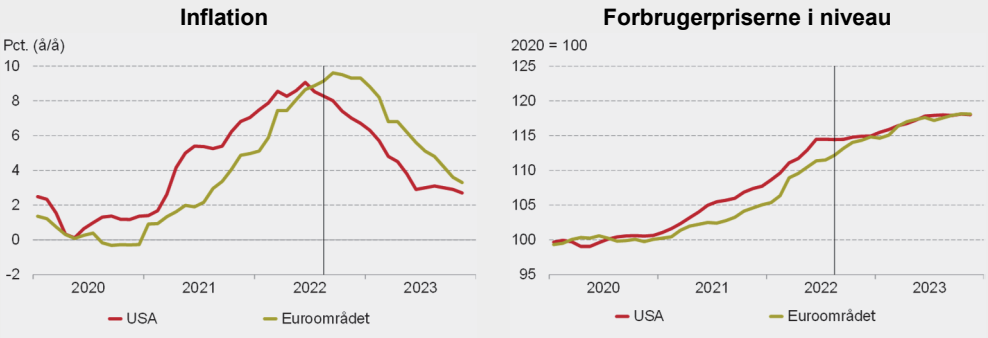
Samlet set tilsiger de seneste Consensus-forventninger, at inflationen i både USA og euroområdet vil toppe i 2022 for derefter gradvist at aftage frem mod slutningen af 2023, jf. figur II.12. For USA ventes det, at inflationen toppede i juni, mens der for euroområdet fortsat ventes en stigning i inflationen i resten af 2022, før udviklingen vender. Hen mod slutningen af 2023 skønnes inflationen endnu at befinde sig over 2 pct. På intet tidspunkt ventes en negativ inflation, hvilket indebærer, at forbrugerpriserne vil forblive på et højere niveau i hele perioden. Den fremtidige prisudvikling er imidlertid forbundet med betydelig usikkerhed, og udviklingen vil blandt andet afhænge af udviklingen i inflationsforventningerne og energiforsyningssituationen i Europa.

Betydeligt reallønstab, særligt i euroområdet

Som gennemsnit for året implicerer forventningerne en inflation på ca. 8 pct. i år i både USA og euroområdet. Næste år peger forventningerne på en inflation på ca. 3¾ pct. i USA og ca. 5½ pct. i euroområdet. I begge tilfælde er der derfor tale om et betydeligt reallønstab set over 2022 og 2023. Dette gælder i særlig grad euroområdet, hvor der både ventes en højere inflation og lavere lønstigninger end i USA.

FIGUR II.12 CONSENSUS-FORVENTNINGER TIL FORBRUGERPRISERNE

Ifølge Consensus-forventningerne er inflationen i USA toppet, mens der er udsigt til fortsat høj inflation i euroområdet de kommende måneder. Inflationspresset ventes at lette igennem 2023.



Anm.: Figuren til venstre viser forventningerne til den månedlige udvikling i inflationen baseret på den seneste Consensus-rapport, mens figuren til højre viser den tilhørende udvikling i niveauet for forbrugerpriserne. Den lodrette streg markerer overgangen til skøn.

Kilde: Consensus Economics, september 2022.

II.3 INFLATIONEN I DANMARK

Indhold i afsnittet

Danmark oplever ligesom mange andre lande en høj og fortsat tiltagende inflation. I dette afsnit ses nærmere på udviklingen i den danske inflation. Afsnittet indledes med en sammenligning med inflationen i euroområdet, hvorefter der foretages en dekomponering af udviklingen i den danske inflation. Afslutningsvis præsenteres skøn for inflation og lønudvikling i Danmark de kommende år.

DANSK ØKONOMI RAMT AF STØD I LIGHED MED EUROOMRÅDET

Høj inflation del af global tendens

I lighed med mange andre lande er den danske inflation tiltaget markant det seneste år som følge af flere stød til både udbuds- og efterspørgselssiden, jf. afsnit II.2. Danmark er i udgangspunktet ramt af energiprisstødet som følge af krigen i Ukraine i samme omfang som resten af de europæiske lande. I modsætning hertil kan den høje inflation i eksempelvis USA i større omfang tilskrives andre faktorer. I en

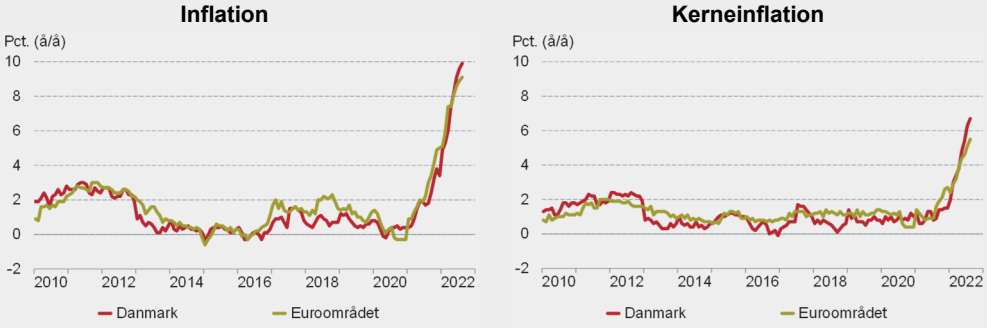
analyse af inflationen viser Nationalbanken, at en betydelig del af den danske inflationsudvikling er sammenfaldende med et estimeret indeks for en fælles inflationstendens på tværs af OECD-lande, jf. Danmarks Nationalbank (2022b).

Dansk inflation minder om euroområdets

Udviklingen i den danske inflation minder om euroområdets, omend både inflationen og kerneinflationen har været lidt højere i Danmark de seneste par måneder, jf. figur II.13. Den højere kerneinflation i Danmark indebærer alt andet lige en større risiko for, at der sker et skred i inflationsforventningerne, som kan igangsætte en lønprisspiral.

FIGUR II.13 FORBRUGERPRISER

Den danske inflation og kerneinflation er nu højere end i euroområdet.



Anm.: Forbrugerpriserne er for både Danmark og euroområdet opgjort som det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP). Kerneinflationen er opgjort som inflationen fratrukket det direkte bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer. Bemærk, at dette er forskelligt fra afsnit II.2, hvor kerneinflationen i USA og euroområdet blev opgjort ved at fratrække det direkte bidrag fra energi og fødevarer. Når der kun renses for uforarbejdede fødevarer, bliver kerneinflationen aktuelt højere. Seneste observation er august 2022.

Kilde: Eurostat.

Afgiftsnedsættelser i euroområdet

En medvirkende årsag til den højere inflation i Danmark relativt til euroområdet er, at afgiftsnedsættelser har bidraget til at sænke inflationen i euroområdet i år, mens dette ikke har været tilfældet i Danmark. Korrigeres der for afgiftsændringer, var den samlede inflation i Danmark og euroområdet omtrent den samme i august 2022. I det omfang, at der i euroområdet primært er tale om en nedsættelse af energiafgifterne, kan det dog ikke umiddelbart forklare forskellen i kerneinflationen.

HØJ INFLATION I DANMARK SKYLDES ISÆR EKSTERNE FAKTORER

Kerneinflation forklarer ca. halvdelen af inflationen

Mens den danske inflation steg til 8,9 pct. (år/år) i august opgjort ved forbrugerprisindekset, steg nettoprisindekset, som opgør forbrugerprisindekset ekskl. skatter og afgifter, til 9,1 pct. (år/år), jf. figur II.14. Set over de seneste tre måneder kan ca. 40 pct. af inflationen i nettoprisindekset forklares af prisstigninger på husholdningernes energiforbrug, dvs. el og varme samt benzin og diesel. Vækstbidraget herfra er vist med mørkegrønne søjler i figuren. Prisstigninger på husholdningernes forbrug af uforarbejdede fødevarer forklarer ca. 10 pct. af stigningen i nettoprisindekset de seneste tre måneder, angivet med de lysegrønne søjler i figuren. Dermed udgør vækstbidraget fra kernenettoprisinflationen, som består af nettopriserne ekskl. det direkte bidrag fra energi og uforarbejdede fødevarer, halvdelen af nettoprisinflationen de seneste tre måneder. Vækstbidraget fra kernenettoprisinflationen er i figuren summen af de tre grå og de to røde søjler og uddybes nedenfor. Dekomponeringen af nettoprisinflationen i delkomponenter er nærmere beskrevet i boks II.4.

Energipriser forklarer omtrent halvdelen af inflationen

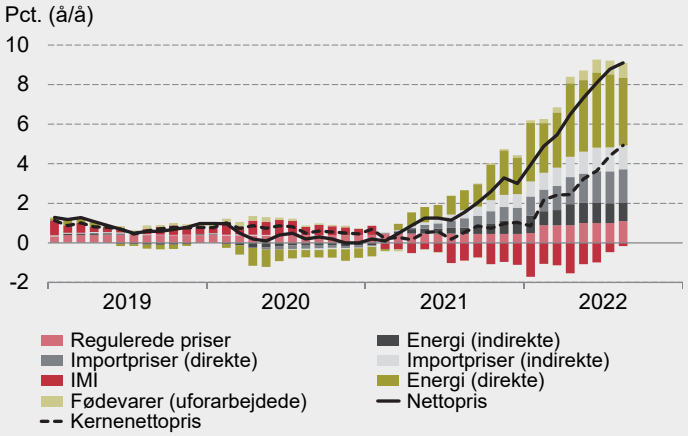
Når der tages højde for, at energiprisstigningerne også øger virksomhedernes omkostninger og dermed priserne på varer og tjenester, forklarer energiprisstigningerne (de mørkegrønne og mørkegrå søjler i figuren) i alt omtrent 50 pct. af inflationen. Importpriserne på varer ekskl. energi er ligeledes steget, hvilket delvist skyldes højere energiomkostninger i udlandet. Importpriserne har dels en direkte effekt på den danske inflation gennem importerede varer, dels en indirekte effekt via en stigning i danske virksomheders omkostninger, der øger priserne på dansk producerede varer og tjenester (de to lysegrå søjler i figuren). Det er lagt til grund for beregningen, at gennemslaget fra importpriserne sker med en vis forsinkelse. Importprisstigningerne på varer ekskl. energi bidrager i alt med ca. en tredjedel af inflationen de seneste tre måneder.

Regulerede priser har begrænset inflationen

Husholdningernes udgifter til husleje, kollektiv transport, uddannelse, daginstitutioner mv. udgør knap en tredjedel af de samlede forbrugsudgifter. Prisudviklingen på disse poster har derfor normalt stor betydning for den danske inflation. Priserne på disse poster er i stort omfang offentligt regulerede eller f.eks. fastlagt til at følge det seneste års stigning i nettoprisindekset. Normalt er der derfor et jævnt inflationsbidrag fra disse regulerede poster (de lyserøde søjler i figuren). Idet prisstigningerne på disse har været mindre end de generelle prisstigninger de seneste måneder, har de regulerede poster bidraget til at begrænse inflationen.

FIGUR II.14 SAMMENSÆTNING AF INFLATIONEN

Energiprisstigninger står bag omtrent halvdelen af stigningen i nettoprisindekset. Det skyldes dels det direkte bidrag i form af husholdningernes energiforbrug (mørkegrøn), dels det indirekte bidrag fra, at virksomhedernes energiudgifter overvæltes i priserne på varer og tjenester (mørkegrå). Den indenlandske markedsbestemte inflation (mørkerød) har bidraget negativt til inflationen det seneste års tid.



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til nettoprisinflationen. IMI er en forkortelse for indenlandsk markedsbestemt inflation.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Nationalbanken og egne beregninger, jf. boks II.4.

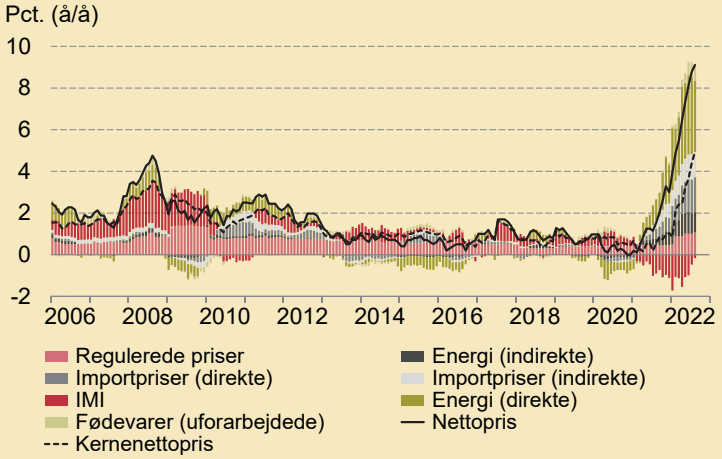
Indenlandsk markedsbestemt inflation har trukket ned i inflationen

Det sidste element i dekomponeringen af inflationen er den såkaldte indenlandske markedsbestemte inflation – forkortet IMI (de mørkerøde søjler i figuren). Denne komponent dækker over bidrag til den danske inflation fra lønninger og markupper i de danske virksomheder, som producerer varer og tjenester til husholdningerne. Det seneste år har bidraget til inflationen fra IMI været negativt. Lønstigningerne har i første halvår af 2022 været lavere end den generelle inflation, hvorved der har været et reallønsfald, men lønstigningerne giver isoleret set stadig et positivt bidrag til forbrugerpriserne. Det negative bidrag fra IMI tyder dermed på, at de danske virksomheder set under et ikke har øget markupperne i denne tid, snarere tværtimod. I enkelte måneder har IMI trukket ca. 1½ pct.point ned i inflationen. De seneste par måneder er bidraget dog aftaget til ca. nul.

BOKS II.4 DEKOMPONERING AF NETTOPRISINFLATION

Inflationen er steget markant i Danmark og mange andre lande siden 2021. Det rejser naturligt spørgsmålet om, hvilke faktorer der ligger bag udviklingen. Især er der et ønske om at rense inflationen for midlertidige forhold for at få et bedre billede af, hvor stort det underliggende inflationspres er. Typisk renses forbrugerprisinflationen for de volatile bidrag fra energi- og fødevarepriser, hvilket giver *kerneinflationen*. Bidraget fra ændringer i afgifter kan også forstyrre billedet af det underliggende inflationspres, hvorfor udviklingen i *nettopriserne* også ofte betragtes. I denne boks gås skridtet videre, hvor *kernenettoprisinflationen* (dvs. inflationen renset for bidrag fra afgifter samt den direkte effekt fra energi- og fødevarepriser) dekomponeres yderligere. Figur A viser en dekomponering af den samlede nettoprisinflation i syv bidrag, som beskrives nedenfor.

FIGUR A VÆKSTBIDRAG TIL NETTOPRISINFLATION



Anm.: Vækstbidraget fra kernenettoinflationen (stiplet sort kurve) er summen af bidragene i de tre grå og to røde søjler. IMI er en forkortelse for indenlandsk markedsbestemt inflation. Seneste observation er august 2022.

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

For det første beregnes de direkte vækstbidrag fra energi (mørkegrønne søjler) samt fra uforarbejdede fødevarer (lysegrønne søjler). Når disse to vækstbidrag trækkes fra stigningen i nettopriserne (sort kurve), fås vækstbidraget fra kernenettoprisinflationen (stiplet sort kurve). Udviklingen i kernenettoprisinflationen dekomponeres yderligere i fem bidrag (de to røde og de tre grå søjler).

Det første bidrag til kernenettoprisinflationen er bidraget fra diverse regulerede priser, dvs. husleje (inkl. imputeret husleje for boligejere), kollektiv transport samt uddannelse, daginstitutioner mv. (lyserøde søjler). Prisudviklingen på sådanne poster er kun i begrænset omfang udtryk for det underliggende prispres i økonomien. Til gengæld justeres priserne ofte med det seneste års stigning i nettopriserne.

BOKS II.4 DEKOMPONERING AF NETTOPRISINFLATION, FORTSAT

Det andet bidrag til kernenettoprisinflationen er betydningen på virksomhedernes priser på varer og tjenester af prisstigningerne på energi, dvs. den *indirekte* effekt på forbrugerpriserne af energipriser (mørkegrå søjler), hvor husholdningernes eget energiforbrug i form af el, varme og benzin/diesel indgår *direkte* i forbrugerprisindekset (de mørkegrønne søjler). Der anvendes input-output-vægte beregnet af Nationalbanken til at opfange, hvor stor en del af prisstigningerne der normalt overvæltes i virksomhedernes priser på varer og tjenester.

Det tredje og fjerde bidrag er den direkte henholdsvis indirekte betydning af priserne på importvarer ekskl. energi. Betydningen af det *direkte* importindhold i varekøbet er vist med mellemgrå søjler, mens de lysegrå søjler viser det *indirekte* bidrag gennem påvirkningen på virksomhedernes priser på andre varer og tjenester. De to bidrag fra importpriser ekskl. energi indgår med et lag og er baseret på input-output-vægte beregnet af Nationalbanken.

Det femte bidrag til kernenettoprisinflationen er et mål for den indenlandske markedsbestemte inflation, typisk forkortet IMI (de mørkerøde søjler). IMI er beregnet som nettoprisinflationen fratrukket de seks vækstbidrag nævnt ovenfor. IMI er et bud på det underliggende dansk bestemte inflationspres i form af lønstigninger og markupper. Der er størst usikkerhed forbundet med beregningen af dette bidrag til nettoprisinflationen, da det er beregnet på baggrund af de andre beregnede bidrag.

Nedenstående tabel A viser, hvor meget de enkelte komponenter fylder i nettoprisindekset, deres gennemsnitlige vækstbidrag til nettoprisinflationen i perioden 2006-20 henholdsvis de seneste tre måneder samt prisstigningen i august i år.

TABEL A DEKOMPONERING AF NETTOPRISINDEKS

	Vægt	Vækstbidrag (gns.)		Vækst
	2022	2006-20	seneste 3 mdr.	august 2022
	Pct.	---------- Pct.point	----------	Pct. (å/å)
Energi (direkte)	5,2	0,1	3,6	65,9
Fødevarer (uforarbejdede)	4,9	0,1	0,7	15,0
Regulerede priser	29,1	0,7	1,0	3,8
Energi (indirekte)	1,0	0,0	1,0	92,5
Import (direkte)	13,1	0,1	1,6	12,8
Import (indirekte)	7,4	0,1	1,2	16,4
IMI	39,2	0,6	-0,5	-0,4
Nettopris	100,0	1,5	8,7	9,1

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

Høj inflation i Danmark skyldes især eksterne faktorer

Samlet set peger dekomponeringen på, at prisstigningerne på energi, uforarbejdede fødevarer og andre importerede varer forklarer næsten hele inflationen de seneste måneder, mens vækstbidraget til inflationen fra de to poster i dekomponeringen, hvor prisdannelsen er rent dansk (regulerede priser henholdsvis indenlandsk markedsbestemt inflation), stort set går ud med hinanden. Det betyder, at den høje inflation i Danmark i høj grad kan tilskrives eksterne faktorer.

Tegn på aftagende markupper, hvilket har dæmpet inflationen

To illustrative beregninger af udviklingen i markuppen i industrien understøtter billedet af, at danske virksomheder har mindsket markuppen i første halvår af 2022, jf. boks II.5. Dette har alt andet lige bidraget til at mindske gennemslaget fra stigende omkostninger til priserne, hvilket understøtter forklaringen om, at inflationen primært skyldes udefrakommende faktorer. I USA var der i 2021 omvendt tegn på, at markupperne steg, hvilket underbygger, at inflationen i USA i højere grad er drevet af efterspørgslen, mens den i Danmark og resten af Europa i højere grad kan tilskrives energiprisstigningerne, jf. afsnit II.2.

BOKS II.5 MARKUPPER

I denne boks vises to illustrative beregninger af markuppen i industrien.

Den første beregning er baseret på estimationerne af markupper på registerdata i *Produktivitet 2022* og er her anvendt på kvartalsvise nationalregnskabsdata til og med 2. kvartal 2022. Den mere detaljerede beregning i *Produktivitet 2022* dækkede årene 2000-18. Markuppen beregnes som den inverse lønkvote gange den estimerede output-elasticitet mht. arbejdskraft. Som gennemsnit for industrien blev output-elasticiteten estimeret til 0,7. Figur A viser den beregnede markup med "invers lønkvote"- metoden.

Den anden beregning er foretaget ud fra beregnede omkostninger baseret på nationalregnskabsdata, jf. *Produktivitet 2020*, hvor metoden blev anvendt på privat sektor ekskl. finansielle tjenester for årene 1995-2018. Markuppen beregnes som produktionsværdien divideret med omkostningerne til varekøb, aflønning og kapital. Beregningen foretages på kvartalsvise nationalregnskabsdata til og med 2. kvartal 2022. Data for kapitalapparat findes kun på årsniveau, hvorfor det er antaget, at kapitalomkostningerne som andel af BVT er konstante for de fire kvartaler indenfor et år. Figur B viser den beregnede markup med omkostningsmetoden.

Niveauet for markuppen i de to beregninger er ikke direkte sammenligneligt, men udviklingen er relativt ens. Der er dog store udsving fra kvartal til kvartal, så udviklingen skal tolkes med forsigtighed. For begge beregninger gælder desuden, at det kan være vanskeligt at tolke udviklingen henover den periode, som har været præget af coronarelaterede nedlukninger med diverse kompensationsordninger til erhvervslivet. Fokus er her på niveauet i første halvår af 2022 i forhold til 2019. Begge beregninger tyder på, at markuppen var lavere i første halvår 2022 end i 2019, og at markuppen derfor er aftaget den seneste tid, hvor inflationen har været stigende. Det indikerer, at virksomhederne har øget priserne i mindre omfang, end stigningen i deres omkostninger ville tilsige, hvormed profitten pr. solgt enhed er reduceret.

FIGUR A **MARKUP (INVERS LØNKVOTE)**

FIGUR B **MARKUP (OMKOSTNINGER)**

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og ADAM's databank, *Produktivitet 2020*, *Produktivitet 2022* samt egne beregninger.

INFLATIONEN SKØNNES AT AFTAGE TIL CA. 5 PCT. I 2023

Udsigt til aftagende bidrag fra energipriser

Det er lagt til grund for prognosen, at energipriserne vil bidrage til at øge forbrugerpriserne på energi indtil foråret eller sommeren næste år. Dette skal ses i lyset af de seneste prisstigninger på naturgas og elektricitet, som typisk først er slået fuldt igennem på forbrugerpriserne for energi efter nogle måneder, jf. også afsnit II.2. På baggrund af udviklingen i futurespriser ventes energipriserne derefter gradvist at aftage fra det aktuelt høje niveau over de kommende år, hvilket vil medføre et negativt bidrag til forbrugerpriserne. Gennemslaget på øvrige varer og tjenester fra energipriserne ventes at følge med en større forsinkelse, da overvæltningen til de generelle forbrugerpriser typisk sker mere gradvist.

Nedsættelse af elafgift reducerer inflationen i 2023

Aftalen om vinterhjælp, som blev indgået i september, indebærer en midlertidig nedsættelse af elafgiften til EU's minimumsniveau i første halvår af 2023, jf. Finansministeriet (2022c). Aftalen omfatter desuden en nedsættelse af Energinets eltariffer. Dette skønnes isoleret set at indebære et negativt bidrag til inflationen i 2023 på ca. ½ pct.point. Den midlertidige reduktion af elafgiften i 2023 vil begrænse tilskyndelsen til at spare på strømmen, og efterspørgslen efter strøm vil dermed blive større end i en situation med uændret elafgift. Det er derfor muligt, at den lavere afgift vil føre til højere basispriser på el (ekskl. afgifter), hvilket mindsker gevinsten af afgiftslempelsen for slutbrugeren.

Huslejeloft dæmper prisstigninger

De regulerede priser er som nævnt også begyndt at stige hurtigere end normalt. Disse priser er i stort omfang offentligt regulerede eller f.eks. fastlagt til at følge seneste års stigning i nettoprisindekset. Der kan derfor som udgangspunkt ventes et betydeligt inflationsbidrag herfra de kommende år. Folketinget har imidlertid vedtaget et loft over huslejeregulering på 4 pct. de to næste år, jf. Indenrigs- og Boligministeriet (2022). Dette lægger alt andet lige en dæmper på inflationsbidraget fra de regulerede poster i 2023-24.

Tiltagende lønstigninger

Set i lyset af det aktuelle pres på arbejdsmarkedet og faldet i realløn-nen ventes lønstigningerne at tiltage fra ca. 3¾ pct. i år til godt 5 pct. næste år. I tillæg hertil skønnes en del af faldet i markupperne kun at være midlertidig, da der af forskellige årsager kan være et forsinket gennemslag fra omkostningsstigningen til virksomhedernes salgspriser, jf. afsnit II.2. Det kan eksempelvis skyldes, at virksomhederne har indgået fastpriskontrakter med deres kunder, som indebærer, at prisen holdes fast for en periode. Højere lønstigninger vil i kombination med en forventet normalisering af markupperne vende bidraget fra indenlandsk markedsbestemt inflation fra at have været negativt det seneste

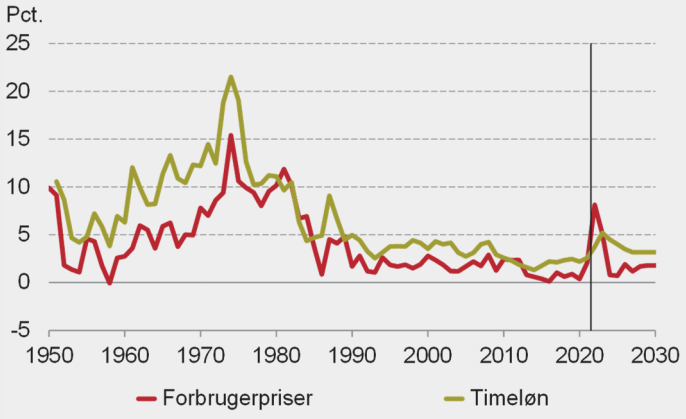
halvandet år til at blive positivt. Det positive bidrag ventes at blive større de næste par år end gennemsnittet for perioden 2006-20.

Inflationen ventes at aftage til ca. 5 pct. næste år

Samlet set forventes en inflation på ca. 8 pct. i 2022 opgjort som gennemsnit for året. En så høj inflation er ikke set i Danmark siden starten af 1980'erne. På baggrund af ovenstående overvejelser om udviklingen i de enkelte delkomponenter af inflationen skønnes det, at inflationen vil aftage gennem det kommende år og som gennemsnit blive omkring 5 pct. i 2023, jf. figur II.15.

FIGUR II.15 PRIS- OG LØNSTIGNINGER

I år ventes et betydeligt fald i reallønnen, da prisstigningerne overstiger lønstigningerne. Dette er sjældent tilfældet for de danske husholdninger.



Anm.: Forbrugerprisen er opgjort som nationalregnskabets deflator for det private forbrug, mens timelønnen er timelønsomkostningerne i industrien. Den lodrette streg markerer overgang til prognose.

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

Fald i reallønnen i år

Da inflationen forventes at overstige lønstigningerne med godt 4 pct.point i år, er der udsigt til et betydeligt reallønsfald for de danske lønmodtagere. Derved bliver 2022 et af de få år, hvor den reale købekraft blandt de danske husholdninger falder. Næste år forventes omtrent uændret realløn, da både priser og lønninger ventes at stige godt 5 pct. De førstkommende år derefter ventes højere lønstigninger end

normalt, hvorved reallønsfaldet gradvist mindskes. Set over en længere periode følger reallønnen i store træk udviklingen i den reale produktivitet, hvilket indebærer positiv reallønsvækst.

Risiko for højere inflations-forventninger

Der er imidlertid en risiko for, at reallønstabet fører til endnu højere lønkrav end forudsat i prognosen. Såfremt presset på arbejdsmarkedet samtidig består i en længere periode end ventet, kan højere lønkrav udmønte sig i mere markante lønstigninger næste år. Det øger virksomhedernes omkostninger og risikerer at føre til en selvforstærkende lønprisspiral, hvor også inflationsforventningerne stiger. Omkostningerne ved at bringe inflationsforventningerne ned igen kan blive betydelige og føre til et mere brat tilbageslag end i den aktuelle vurdering.

II.4 INTERNATIONAL ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

Vækstudsigter aftaget yderligere siden *Dansk Økonomi, forår 2022*

Den internationale økonomiske situation er fortsat præget af høj inflation og betydelig usikkerhed. Begge dele skal blandt andet ses i lyset af flere reaktioner fra både Vestens og Ruslands side siden *Dansk Økonomi, forår 2022*, som trækker i retning af større afledte økonomiske konsekvenser af krigen i Ukraine, jf. boks II.6. Den vedvarende høje inflation har reduceret husholdningernes købekraft betydeligt og givet anledning til pengepolitiske stramninger fra centralbankerne. Der er på denne baggrund også tegn på en begyndende afmatning af den internationale økonomi. Inflationen ventes at forblive høj i resten af 2022 og også ind i 2023, jf. afsnit II.2, hvilket dæmper de realøkonomiske udsigter yderligere. De forværrede internationale udsigter slår igennem på de internationale prognoser, som generelt har nedjusteret forventningerne til væksten i 2022 og 2023 siden foråret.

Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med en beskrivelse af den seneste pengepolitiske udvikling i USA og euroområdet, hvorefter udfordringer relateret til heterogeniteten mellem eurolandene diskuteres. Derefter følger en diskussion af den seneste realøkonomiske udvikling i den internationale økonomi. Efterfølgende præsenteres udlandsprognosen, før afsnittet afrundes med en diskussion af de væsentligste risikofaktorer for den internationale økonomi de kommende år. Disse risikofaktorer knytter sig primært til den høje inflation, krigen i Ukraine samt de kinesiske myndigheders håndtering af covid-19-pandemien.

BOKS II.6 CENTRALE BEGIVENHEDER RELATERET TIL KRIGEN I UKRAINE SIDEN *DANSK ØKONOMI, FORÅR 2022*

Prognosen i *Dansk Økonomi, forår 2022* forudsatte på baggrund af den seneste vurdering fra IMF fra april 2022, at de daværende sanktioner rettet mod Rusland blev fastholdt i 2022-23, men ikke strammet yderligere. Siden forårsprognosen har EU dog indført flere sanktioner, og Rusland har ad flere omgange reduceret gasleverancerne til Europa. Udviklingen indebærer dermed en forværring af de internationale udsigter sammenlignet med forudsætningerne i foråret. Denne boks opridser kort de vigtigste begivenheder med realøkonomisk betydning siden *Dansk Økonomi, forår 2022.*

Handlinger fra Ruslands side:

- I slutningen af maj afbryder det russiske energiselskab Gazprom gasleverancerne til flere europæiske lande, der ikke ønsker at betale for den russiske naturgas i rubler. Dette gælder blandt andet Holland og Danmark
- I løbet af sommeren reducerer Gazprom mængden af gas, der sendes til de europæiske lande via Nord Stream 1. Det fører blandt andet til, at Energistyrelsen i Danmark skærper gasberedskabet. Ultimo juli reducerer Gazprom gasmængden via Nord Stream 1 til 20 pct. af den maksimale kapacitet
- Efter tre dages planlagt vedligeholdelsesarbejde af Nord Stream 1 i starten af september genåbner Gazprom ikke for gasleverancerne via rørledningen. Ifølge Rusland kan rørledningen først blive åbnet igen, når Vesten fjerner sine sanktioner mod Rusland. Rørledningen er derfor lukket på ubestemt tid.

Handlinger fra Vestens side:

- Ved udgangen af maj vedtager EU yderligere sanktioner mod Rusland, herunder en embargo mod import af russisk olie, som skal træde i kraft senest ved udgangen af 2022. Olieembargoen kommer oveni en kulembargo, som trådte i kraft i august 2022
- EU-landene indgår ultimo juli en aftale om at reducere gasforbruget med 15 pct. i perioden august 2022 til marts 2023. Aftalen indgås for at reducere risikoen for, at landene løber tør for gas til vinter og sker i lyset af, at flere europæiske lande i kombination med den reducerede mængde gas har oplevet en voldsom tørke henover sommeren, som har øget energibehovet og sænket energiproduktionen
- Ultimo juli indgås en aftale om at genoptage eksporten fra de ukrainske havne med blandt andet korn. Det betyder også, at sanktionerne mod russisk eksport af korn og kunstgødning reelt ophæves og reducerer risikoen for en fødevarekrise, som især kan ramme fattige lande
- EU-landene vedtog i foråret 2022, at gaslagrene skal være mindst 80 pct. fyldte ved udgangen af oktober. Dette mål nås allerede ved udgangen af august, hvilket alt andet lige reducerer risikoen for, at landene løber tør for gas til vinter.

CENTRALBANKERNE REAGERER PÅ DEN HØJE INFLATION

Centralbanker reagerer på høj inflation og stigende forventninger

Både inflationen og kerneinflationen overstiger aktuelt centralbankernes målsætninger i store dele af den vestlige verden, herunder euroområdet og USA. Hertil kommer, at inflationsforventningerne udviser stigende tendens, og i euroområdet overstiger forventningerne nu også på lang sigt ECB's målsætning, jf. afsnit II.2. Den høje inflation afspejler i betydeligt omfang de negative udbudsstød, økonomierne er blevet ramt af de seneste år. Centralbankerne kan ikke modvirke den del af inflationen, der skyldes udbudsbegrænsninger, men den høje og stigende kerneinflation samt de stigende inflationsforventninger tilsiger, at centralbankerne skal stramme pengepolitikken.

Pengepolitiske stramninger sænker efterspørgslen

Pengepolitiske stramninger gennem *forward guidance*, udfasning af opkøbsprogrammer samt højere pengepolitiske renter virker til at dæmpe efterspørgslen og derigennem prispresset i økonomien. Negative udbudsstød trækker i sig selv i retning af lavere aktivitet gennem en reduktion af husholdningernes købekraft. Når centralbankerne hæver de pengepolitiske renter for at dæmpe inflationen, lægges der dermed et yderligere nedadrettet pres på aktiviteten.

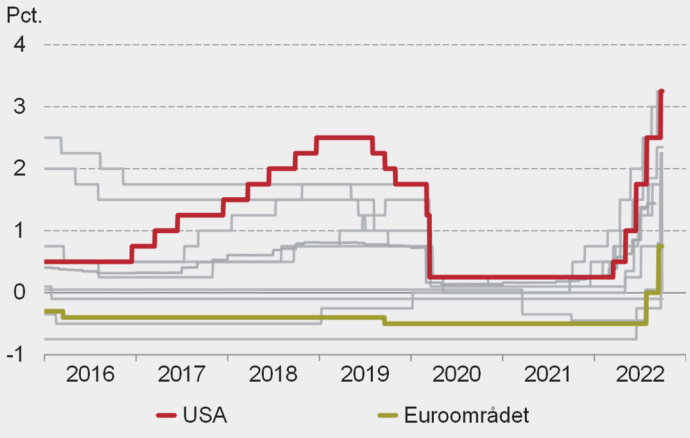
Pengepolitikken er strammet i både euroområdet og USA

Centralbankerne i både euroområdet og USA har de seneste måneder strammet pengepolitikken i et hastigt tempo. Det er en tendens, der ses i store dele af den vestlige verden, jf. figur II.16. Den amerikanske centralbank har hævet renten 3 pct.point siden marts, mens ECB først påbegyndte renteforhøjelser i juli og samlet har hævet renten 1,25 pct.point frem til ultimo september i år. Den samlede pengepolitik i euroområdet er dog strammet yderligere gennem en reduktion af opkøbsprogrammerne henover sommeren. Nettoopkøbene blev afsluttet i juli i år, men ECB reinvesterer fortsat balancen. Renteforhøjelserne ventes at fortsætte, indtil inflationen viser tegn på at nærme sig centralbankernes målsætninger. Markedsdeltagere forventer renteforhøjelser i USA og euroområdet frem mod midten af næste år. Markedet forventede ultimo september yderligere renteforhøjelser på ca. 1¼ pct.point i USA og knap 2½ pct.point i euroområdet.[4]

4) Der er dog tegn på stigninger i løbetidspræmien (den såkaldte *term premium*), jf. eksempelvis Danske Bank (2022). Det øger alt andet lige både de markedsbaserede inflationsforventninger samt de markedsbaserede forventninger til ECB's rente. Justeret herfor er forventningerne til ECB's pengepolitiske derfor lavere.

FIGUR II.16 CENTRALBANKRENTER

Centralbankerne i de avancerede økonomier har hævet de toneangivende renter gennem 2022.



Anm.: De lysegrå kurver viser udvalgte avancerede økonomier. Seneste observation er 28. september 2022.

Kilde: Macrobond.

Lange renter er steget de seneste måneder

Den høje inflation, de pengepolitiske reaktioner herpå samt den betydelige usikkerhed om den økonomiske udvikling de kommende år har ledt til betydelige udsving på de finansielle markeder, herunder på obligationsmarkederne. Renten på tiårige statsobligationer faldt henover sommeren i takt med, at forventningerne til en nært forestående recession steg. De seneste to måneder er faldet imidlertid reverseret igen. Det sker som reaktion på, at inflationen fortsat er høj, og at energipriserne særligt i Europa igen er steget. Det har fået markederne til igen at forvente pengepolitiske stramninger og til at udskyde tidspunktet, hvor centralbankerne ventes at lempe pengepolitikken igen.

ECB ventes at hæve renten yderligere 1,75 pct.point

Prognosen indebærer en forventning om fortsat høj inflation det næste halve år, jf. også afsnit II.2. ECB forventes på den baggrund at fortsætte de pengepolitiske stramninger frem mod begyndelsen af næste år. Renten skønnes at blive hævet i alt 1,75 pct.point fra det nuværende niveau, sådan at renten når et niveau på 2,5 pct. i første del af 2023. De pengepolitiske stramninger ventes også at bringe de lange renter opad. Renteprognosen uddybes i boks II.8 senere i afsnittet.

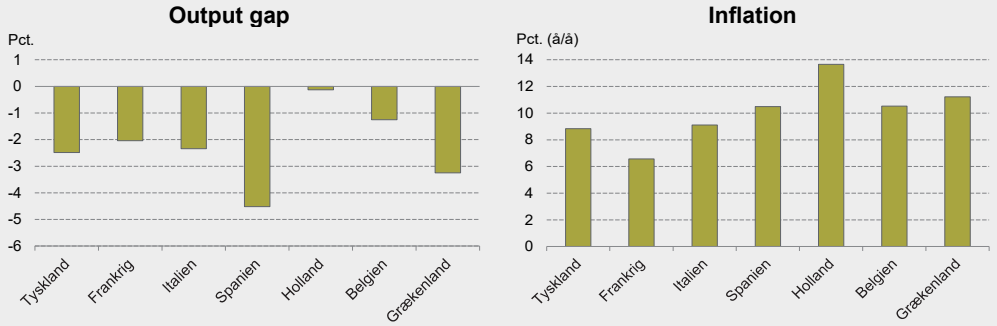
FORSKELLE MELLEM EUROLANDENE UDFORDRER FÆLLES PENGEPOLITIK

Heterogenitet i den økonomiske situation på tværs af eurolandene

Den økonomiske situation varierer på tværs af eurolandene, både for så vidt angår niveauet for statsgælden, konjunktursituationen og det inflationære pres. Betragtes eksempelvis et udsnit af de største eurolande, er der ifølge junifremskrivningen fra OECD betydelige forskelle mellem landene i, hvor langt under de skønnede strukturelle niveauer, aktiviteten ventes at ligge i 2022, jf. figur II.17. Samtidig er der betydelig variation i inflationen, som i august eksempelvis spændte fra 6,6 pct. i Frankrig til omtrent det dobbelte i Holland på 13,7 pct.

FIGUR II.17 ØKONOMISK SITUATION I UDVALGTE EUROLANDE

Der er forskel i den økonomiske situation mellem eurolandene målt på output gap og inflationspres.



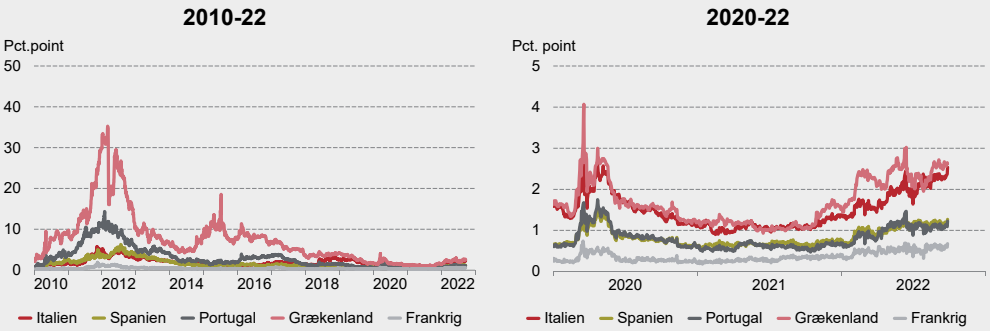
Anm.: Figuren til venstre viser det skønnede output gap i 2022 ifølge OECD's seneste fremskrivning. Figuren til højre viser inflationen i august 2022 målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP).
Kilde: OECD, *Economic Outlook 111*, og Eurostat.

Heterogenitet vanskeliggør fælles pengepolitik

Heterogeniteten på tværs af landene vanskeliggør ECB's muligheder for at føre en pengepolitik, der er afstemt forholdene i alle lande, jf. Beynet og Goujard (2022). I tillæg til forskellene i aktivitetsniveauet og inflationspresset kommer den problematik, at højere renter øger presset på lande, der i forvejen har en høj statsgæld, eksempelvis Italien og Grækenland. Udsigten til pengepolitiske opstramninger øgede statsobligationsrenterne i Grækenland og Italien mere end i Tyskland allerede inden, at ECB reducerede opkøbsprogrammerne og hævede renten, jf. figur II.18.

FIGUR II.18 UDVIKLING I RENTESPÆND TIL TYSKLAND

Rentespændet til Tyskland er steget for flere af de sydeuropæiske lande, men i særlig grad for Grækenland og Italien. Spændene er dog fortsat lave i et længere perspektiv.



Anm.: Seneste observation er 27. september 2022.
Kilde: Macrobond.

Opadgående pres på italienske renter

Siden den europæiske statsgældskrise i 2011-12 har der været et betydeligt fokus fra ECB's side på at sikre en ensartet transmission af pengepolitikken på tværs af euroområdet. Det indebærer eksempelvis, at de nuværende opkøbsprogrammer målrettes statspapirer i de lande, hvor de lange renter stiger kraftigst. Det gælder også, selvom nettoopkøbene blev afsluttet i juli. Stigningerne i rentespændene har således fået ECB til at anvende reinvesteringer under opkøbsprogrammerne til at opkøbe statsobligationer fra en række sydeuropæiske lande, hvorimod beholdningen af tyske og hollandske statsobligationer er reduceret. I lange perioder har opmærksomheden centreret sig om græsk økonomi, der kom i betydelige vanskeligheder i forbindelse med statsgældskrisen. Udviklingen i Italien tiltrækker sig imidlertid fortsat større opmærksomhed. Det skal ses i lyset af en betydelig gasafhængighed, politisk uro samt høj statsgæld. De seneste måneder har markederne i stigende grad spekuleret i en stor nedtur for italiensk økonomi, hvilket bidrager til at øge de italienske renter.

ECB har lanceret TPI

De stigende rentespænd, herunder særligt presset på italienske statsobligationsrenter, er formentlig medvirkende til, at ECB på rentemødet i juli annoncerede et nyt pengepolitisk værktøj, det såkaldte TPI (*Transmission Protection Instrument*). TPI er designet til at støtte den effektive transmission af pengepolitikken, og under visse kriterier kan

ECB under TPI opkøbe obligationer fra lande, der oplever en forringelse af finansieringsforholdene, der ikke vurderes at være berettiget af fundamentale forhold i landet. Det er ikke præciseret, hvornår et forhold ikke er "berettiget", ligesom der ikke på forhånd er fastsat en øvre grænse for opkøbene. Lanceringen af TPI kan på den baggrund medvirke til at holde rentespændene i ro ved at mindske incitamentet til at spekulere mod udsatte lande.

Suspendering af EU's saldogrænser …

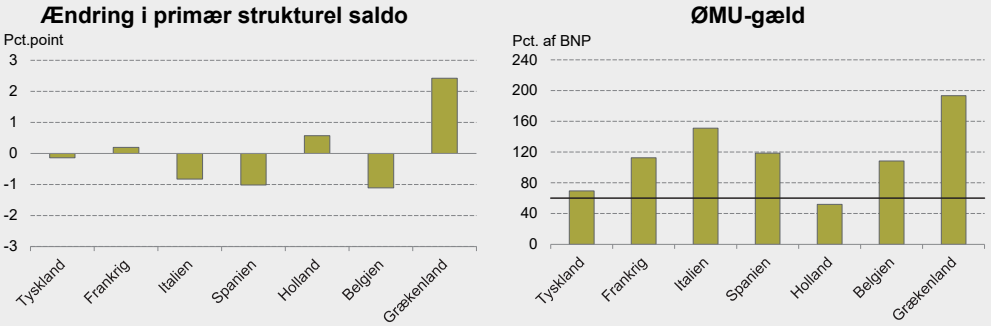
De enkelte eurolande kan i udgangspunktet anvende finanspolitikken til at justere for de landespecifikke forskelle i den økonomiske situation, som det ikke er muligt for den fælles pengepolitik at tage højde for. Finanspolitikken er sædvanligvis begrænset af underskudsgrænserne fra EU's stabilitets- og vækstpagt, men i lyset af krigen i Ukraine har EU-Kommissionen valgt at forlænge den undtagelsesklausul, som blev aktiveret i forbindelse med coronapandemiens udbrud i 2020. Det betyder, at saldogrænserne nu er suspenderet til og med 2023.

… øger finanspolitisk råderum i 2022-23

I praksis er der naturligvis grænser for, hvor meget landene kan lempe finanspolitikken, blandt andet fordi eventuelle budgetunderskud kræver investorer, der er villige til at opkøbe landenes statsobligationer til en overkommelig rente, og fordi landene skal kunne overholde saldogrænserne igen fra 2024. Udviklingen i den skønnede strukturelle saldo for de enkelte eurolande i år indikerer ikke desto mindre, at der er betydelige forskelle i, hvilken finanspolitik landene planlægger med, jf. figur II.19. I flere lande planlægges der med finanspolitiske lempelser til trods for en høj gæld i udgangspunktet. Der er derfor udsigt til en stigning i gælden i disse lande.

FIGUR II.19 FINANSPOLITIK I UDVALGTE EUROLANDE

Til trods for en høj gæld i udgangspunktet planlægges der ifølge OECD's opgørelse med en finanspolitisk lempelse i år i flere af eurolandene.



Anm.: Figuren til venstre viser ændringen i den strukturelle primære offentlige saldo i pct. af strukturelt BNP fra 2021 til 2022 ifølge OECD's seneste fremskrivning. Ændringen er en indikator for størrelsen af den diskretionære ændring af finanspolitikken, hvor et positivt tal svarer til en stramning og omvendt. Figuren til højre viser landenes ØMU-gæld i 2021. Den vandrette streg angiver den øvre grænse for ØMU-gælden på 60 pct. fra EU's stabilitets- og vækstpagt.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 111*.

BEGYNDENDE TEGN PÅ AKTIVITETSAFDÆMPNING

Betydeligt nedadrettet pres på efterspørgslen

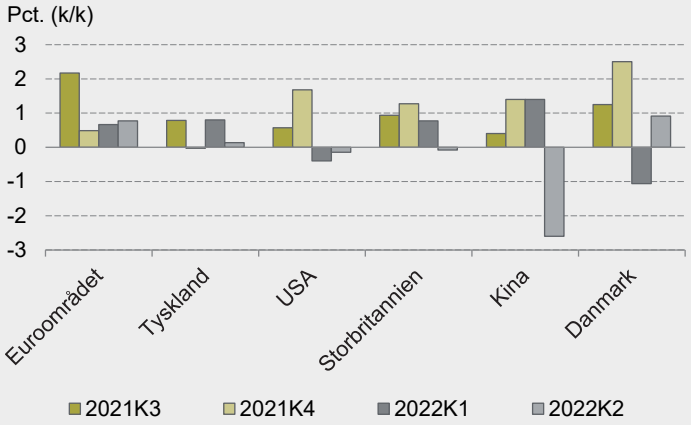
Den øgede usikkerhed, det vedvarende inflationspres, stigende markedsrenter samt de betydelige pengepolitiske stramninger lægger efterhånden et betydeligt nedadrettet pres på efterspørgslen på tværs af lande. Der er ifølge visse økonomiske nøgletal derfor også ved at være tegn på en afmatning af den økonomiske aktivitet.

Svagere BNP-udvikling i en række lande

I første halvår af 2022 peger udviklingen i BNP i retning af en begyndende aktivitetsafmatning i en række af Danmarks primære samhandelslande, jf. figur II.20. I USA var der tale om en egentlig tilbagegang i første halvår, dog kun med et beskedent samlet BNP-fald på godt ½ pct. i forhold til fjerde kvartal 2021. For euroområdet som helhed var der fortsat BNP-fremgang, men i en række lande aftog væksten, herunder i Tyskland. I både Tyskland og Storbritannien var der omtrent stilstand i BNP i andet kvartal. I Kina faldt den økonomiske aktivitet kraftigt i andet kvartal, men modsat de øvrige lande skal dette ikke ses i lyset af høj inflation og pengepolitiske stramninger; snarere afspejler det nye coronarelaterede nedlukninger samt uro på det kinesiske ejendomsmarked, jf. f.eks. OECD (2022b).

FIGUR II.20 KVARTALSVIS BNP-VÆKST

BNP stagnerede i en række lande i 2. kvartal 2022.



Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

Fortsat stærke arbejdsmarkeder

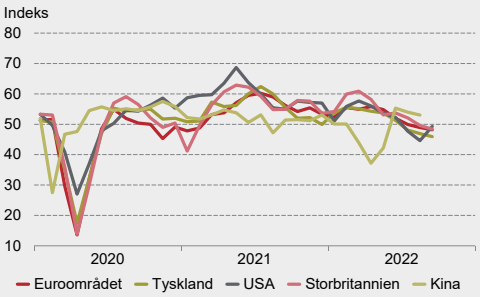
Det er dog ikke alle dele af økonomien, der endnu peger i retning af en økonomisk afmatning i de vestlige lande. Dette gælder især arbejdsmarkederne, hvor beskæftigelsen i USA fortsat er stigende, ligesom der endnu ikke er tegn på en stigning i ledigheden i hverken USA eller euroområdet. En undtagelse herfra er Tyskland, som har oplevet stigende ledighed de seneste måneder. Tilsvarende er der endnu ikke tegn på en afmatning af landenes industriproduktion.

Flere indikatorer tyder på opbremsning

Visse forventningsbaserede indikatorer, der også rækker ind i tredje kvartal 2022, tyder dog på en opbremsning af den økonomiske aktivitet i de vestlige lande. PMI-indekset, som måler indkøbschefernes vurdering af den økonomiske situation og er en af de tidligste indikatorer for tilstanden i økonomien, indikerer eksempelvis, at der de seneste måneder har været decideret aktivitetstilbagegang i flere vestlige lande, jf. figur II.21. For USA indikerer det amerikanske ISM-indeks modsat PMI-indekset dog fortsat aktivitetsfremgang i USA. Også den meget lave forbrugertillid på tværs af lande, jf. figur II.22, samt et vigende detailsalg peger i retning af en afdæmpning af efterspørgslen fra husholdningernes side.

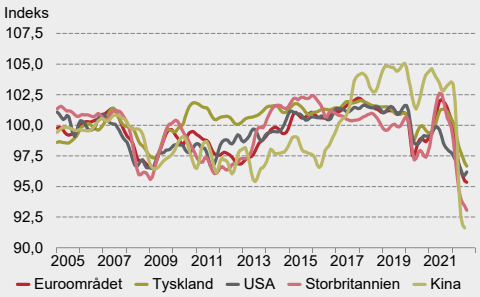
FIGUR II.21 PMI

PMI-tallene for en række lande indikerer tilbagegang i den økonomiske aktivitet.



FIGUR II.22 FORBRUGERTILLID

Forbrugertilliden er faldet markant på tværs af lande.



Anm.: I figuren til venstre er vist PMI-tallene (*Purchasing Managers' Index)* fra IHS Markit. PMI er et mål for indkøbschefernes vurdering af den økonomiske situation og er her vist for produktionen i den samlede økonomi. En værdi over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang) i forhold til den foregående måned. I figuren til højre er vist forbrugertilliden ifølge OECD's opgørelse. Et indeks over (under) 100 indikerer, at forbrugerne er optimistiske (pessimistiske) omkring den fremtidige økonomiske situation. Seneste observation er september 2022 for PMI (dog august for Kina) og august 2022 for forbrugertilliden (dog juli for Kina).

Kilde: Macrobond.

Markederne signalerer risiko for recession i USA

I USA forventer markedsdeltagerne tilsvarende i stigende grad, at de pengepolitiske forhøjelser vil være medvirkende til at sende amerikansk økonomi i recession snarere end at forårsage en såkaldt blød landing, hvor aktiviteten blot bringes tilbage til det strukturelle niveau. Det ses både i spørgeskemaundersøgelser blandt markedsdeltagerne, men også ved, at de korte renter de seneste måneder er blevet højere end de lange; en såkaldt invertering af rentekurven. En invertering af rentekurven har i USA historisk været tegn på en forestående recession, jf. boks II.7.

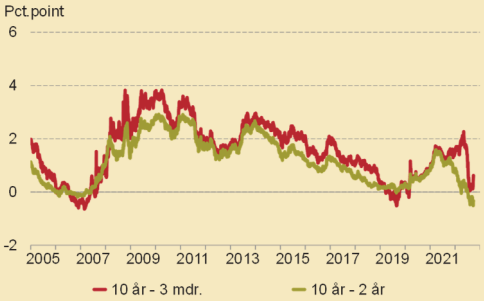
BOKS II.7 INVERTERING AF RENTEKURVE SOM RECESSIONSSIGNAL

Rentekurven siges at være inverteret, når den korte rente er højere end den lange rente. Historiske erfaringer peger på, at en inverteret rentekurve kan være et tidligt tegn på en forestående recession, jf. Danmarks Nationalbank (2019b).

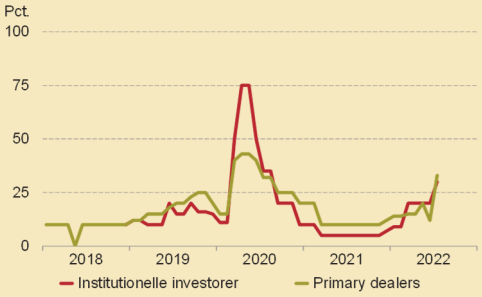
Der er flere årsager til, at en invertering af rentekurven kan tolkes som et tegn på en snarlig recession. For det første vil en pengepolitisk stramning under normale omstændigheder øge den korte rente mere end den lange. Samtidig reducerer den højere rente aktiviteten. For det andet kan rentespændet indeholde information om forventninger til fremtiden, idet den lange rente kan betragtes som et gennemsnit af de forventede fremtidige korte renter tillagt en løbetidspræmie. Når der er udsigt til lavere vækst, vil centralbankerne ofte reagere ved at sænke den pengepolitiske rente. De lange renter kan derfor falde som følge af en forventning om lavere korte renter i fremtiden, allerede før de korte renter bliver sat ned. Det giver en invertering af rentekurven. For det tredje kan en fladere rentekurve i sig selv skabe en recession, da det er mindre rentabelt for bankerne at finansiere sig kort og udlåne langt. Det kan føre til lavere udbud af kredit, hvilket dæmper aktiviteten.

Renten på den toårige statsobligation i USA er de seneste måneder blevet højere end den tiårige, hvorved rentekurven er inverteret, jf. figur A. Det samme gælder dog ikke, hvis der i stedet sammenlignes med en 3-måneders rente. Samtidig er markedsdeltagernes forventninger til en amerikansk recession indenfor seks måneder steget gennem de seneste måneder, jf. figur B.

FIGUR A RENTEKURVE



FIGUR B SANDSYNLIGHED FOR RECESSION OM 6 MDR.



Anm.: *Primary dealers* er handelsmodparter til New York Fed i implementeringen af pengepolitikken. Seneste observation er 27. september 2022 i venstre figur og juli 2022 i højre figur.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

NEDJUSTEREDE VÆKSTUDSIGTER FOR AFTAGER-LANDENE

Udlandsprognosen tager udgangspunkt i OECD's seneste vurdering

Prognosen for Danmarks primære aftagerlande tager udgangspunkt i den seneste vurdering fra OECD fra september 2022, jf. boks II.8.[5] OECD's hovedscenarie bygger blandt andet på en forudsætning om, at krigen i Ukraine ikke eskaleres eller udvides fra den nuværende situation, samt at presset på de europæiske energimarkeder gradvist aftager. Den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks primære aftagerlande skønnes på denne baggrund at blive ca. 2½ pct. i 2022 og ca. ¾ pct. i 2023.

Nedjustering af udlandsvæksten sammenlignet med foråret

Prognosen indebærer, at den sammenvejede udlandsvækst nedjusteres med samlet omtrent 2½ pct.point i 2022 og 2023 sammenlignet med *Dansk Økonomi, forår 2022.* Der er dermed tale om en relativt markant nedjustering, som også indebærer, at det negative output gap i det sammenvejede BNP for aftagerlandene nu først skønnes at blive lukket hen imod 2028. Til sammenligning blev det i forårsprognosen forudsat, at det negative output gap ville blive lukket i 2023. Som også diskuteret ovenfor skal de nedjusterede vækstudsigter ses i lyset af, at flere nedadrettede risici har materialiseret sig siden foråret i form af større afledte effekter af krigen i Ukraine end lagt til grund, en højere og mere vedvarende inflation, større pengepolitiske stramninger samt fortsatte coronarelaterede nedlukninger i Kina.

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

BOKS II.8 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN

Prognosen for international økonomi i 2022-23 tager udgangspunkt i den seneste vurdering fra OECD i september 2022, jf. tabel A. Da der er tale om en interimprognose, er der imidlertid ikke skøn for Sverige, Norge, Holland og Polen. For disse lande tages udgangspunkt i den seneste internationale prognose, som for de tre første lande er Consensus (september 2022) og for Polen er EU-Kommissionen (juli 2022). Frem mod 2028 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD.

For Danmarks primære konkurrentlande skønnes også over lønstigningerne.[a)] Skønnene baseres på de seneste Consensus-skøn fra september 2022 og indebærer en sammenvejet lønvækst i konkurrentlandene på ca. 4 pct. i 2022 og ca. 3¾ pct. i 2023.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på knap 100 dollar pr. tønde i 2022 og godt 80 dollar pr. tønde i 2023. Skønnet er baseret på udviklingen i futures. Herefter tilpasses olieprisen lineært frem mod niveauet i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie fra *World Energy Outlook 2021*. IEA offentliggør et realt niveau i 2030, som er omregnet til et nominelt niveau ved at anvende Consensus-skøn fra september for amerikansk inflation i 2022-23, hvorefter der anvendes en årlig prisstigning på 2 pct.

ECB forudsættes at hæve renten med i alt 1,75 pct.point frem mod begyndelsen af næste år, så renten når 2,5 pct. i første del af 2023. Statsobligationsrenterne forudsættes at stige frem mod slutningen af i år, hvorefter de falder frem mod 2030. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2030 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, forår 2022*.

a) Danmarks primære konkurrentlande består af følgende seks lande: Tyskland, USA, Sverige, Storbritannien, Holland og Frankrig.

BOKS II.8 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN, FORTSAT

TABEL A UDLANDSVÆKST OG RENTEPROGNOSE

	2021	2022	2023	2024	2030[a)]
Vækstskøn			Pct.		
Tyskland	2,6	1,2	-0,7	-	-
USA	5,7	1,5	0,5	-	-
Sverige	4,8	2,4	0,8	-	-
Norge	4,2	3,1	1,6	-	-
Realvækst i aftagerlande	5,1	2,5	0,8	1,8	2,0
Ændring fra *Dansk Økonomi, forår 2022*	-0,1	-0,7	-1,8		
			Dollar pr. tønde		
Oliepris	71	99	81	84	104
Renteskøn			Pct.		
ECB's udlånsrente	-0,5	0,2	2,4	2,1	0,5
Dansk tiårig statsobligation	0,0	1,5	2,5	2,0	1,1
Tysk tiårig statsobligation	-0,3	1,2	2,1	1,8	1,0
Dansk 30-årig realkreditrente	1,5	4,0	5,3	4,5	2,9

a) 2030-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2024 til 2030 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2030.
Anm.: Tabellen viser årsgennemsnittet for renterne. Ændringen i skønnet for BNP-væksten er opgjort i pct.point.
Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

FORTSAT STORE RISICI FOR VERDENSØKONOMIEN

Fortsat betydelige nedadrettede risici

Der er fortsat betydelige nedadrettede risici forbundet med udsigterne for den internationale økonomi, og det kan ikke afvises, at udviklingen vil blive mere negativ end lagt til grund i prognosen. Ligesom i *Dansk Økonomi, forår 2022* knytter risiciene sig især til de afledte økonomiske effekter af krigen i Ukraine, herunder især energiforsyningssituationen i Europa, nye flaskehalse forårsaget af coronapandemien samt de afledte effekter af den høje inflation og de stigende renter.

Øget risiko for gasmangel, …

Siden foråret har flere af de risikofaktorer, der knyttede sig til krigen i Ukraine, materialiseret sig. Dette drejer sig både om yderligere sanktioner fra EU's side, blandt andet i form af aftalen om en olieembargo

mod Rusland, og fra Ruslands side i form af nye reduktioner i gasforsyningerne til de europæiske lande henover sommeren. Kombineret med den ekstraordinære tørke i en række europæiske lande henover sommeren har de reducerede gasleverancer øget risikoen for gasmangel i de europæiske lande til vinter. Omvendt mindskes risikoen af de foranstaltninger, EU-landene har foretaget for at undgå at løbe tør for gas, herunder aftalen om, at gaslagrene skal være mindst 80 pct. fyldte inden vinter, samt at landene har skullet skære 15 pct. af gasforbruget fra august 2022 til marts 2023.

… som kan få betydelige realøkonomiske konsekvenser

Opstår der energimangel, kan en række store virksomheder på tværs af EU-landene blive nødsaget til at begrænse eller helt stoppe produktionen som følge af EU's solidaritetsprincip. Selvom dette vil ramme produktionen i alle medlemslandene, vil påvirkningen alt andet lige være større i de lande, der har en højere grad af afhængighed af russisk gas. Dette gælder ikke mindst Tyskland og Italien. Rammes store økonomier af et alvorligt tilbageslag, vil dette have betydelige afledte konsekvenser for andre lande gennem en svækket efterspørgsel.

Kinesisk nultolerance udgør fortsat betydelig risikofaktor

I tillæg til krigen i Ukraine er der stadig en betydelig risiko forbundet med coronahåndteringen i Kina og de afledte økonomiske konsekvenser heraf. De kinesiske myndigheder fastholder fortsat nultolerancestrategien overfor covid-19, hvilket betyder, at nye, potentielt omfattende nedlukninger af den kinesiske økonomi må forventes. Nye kinesiske nedlukninger vil betyde, at presset på de globale forsyningskæder vil tage til igen og kan medføre, at de lange leveringstider og høje fragtrater bliver mere vedvarende. Samtidig vil det svække den økonomiske aktivitet i Kina og derigennem dæmpe efterspørgslen i resten af verden. Den kinesiske regering har på baggrund af de gentagne nedlukninger i landet, uro på ejendomsmarkedet og afmatningen af den globale efterspørgsel iværksat en finanspolitisk stimuluspakke, der skal understøtte den kinesiske økonomi. Tiltaget vil formentlig ikke være tilstrækkelig til at opveje de negative impulser, der lige nu præger den kinesiske økonomi.

Risiko for større aktivitetsfald end forudsat

Prognosen indebærer en afmatning af den internationale økonomi, men der er en risiko for, at opbremsningen bliver mere markant end forudsat i prognosen. Lønstigningerne er allerede tiltaget betragteligt i USA, og i euroområdet er der tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger er begyndt at afvige en smule fra centralbankens inflationsmål. Tager lønstigningerne yderligere til, eller begynder der at være klare tegn på en løsrivelse af inflationsforventningerne, kan det tvinge centralbankerne til at sætte renterne endnu højere op, end der aktuelt er lagt op til, for at undgå, at der igangsættes en lønprisspiral. De pengepolitiske stramninger kan også blive større, hvis inflationen forbliver

på det høje niveau i længere tid end ventet eller tiltager yderligere, eksempelvis fordi der kommer nye energiprisstigninger. En yderligere opstramning af pengepolitikken øger risikoen for et mere markant aktivitetsfald og en større stigning i ledigheden.

Højere renter …

I tillæg til at rentestigningerne har øget recessionsrisikoen, øger det også presset på især de sydeuropæiske lande, der allerede har en høj offentlig gæld. Som diskuteret tidligere i afsnittet har ECB lanceret et nyt værktøj, der har til formål at modvirke eventuelle stigninger i statsobligationsrenterne, der ikke kan forklares af fundamentale forhold i de enkelte lande. Formålet med det nye instrument er dog ikke at undgå, at statsobligationsrenterne stiger – heller ikke i de lande, der har en høj gæld.

… øger pres på lande med høj gæld

Højere statsobligationsrenter vil øge omkostningerne ved at servicere gælden og kan dermed gøre det vanskeligere for de højt forgældede lande at overholde deres gældsforpligtelser. Dette risikerer at lede til en betragtelig stigning i risikopræmierne på disse landes statsobligationer, hvilket vil forstærke gældsudfordringerne. Det er uklart, om ECB vil anse en sådan stigning i rentespændene for at være forårsaget af fundamentale forhold eller spekulationer mod landene. Det er dermed også uklart, om ECB vil gribe ind ved at anvende det nye opkøbsinstrument. I tilfælde af, at ECB ikke griber ind, risikerer de pengepolitiske stramninger at medføre, at de højt forgældede lande ender i en situation som under statsgældskrisen i 2011-12, hvilket også kan få betydelige afledte økonomiske konsekvenser for andre europæiske lande.

II.5 AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

Indhold i afsnittet

Udsigterne for dansk økonomi er blevet påvirket i en negativ retning siden vurderingen i *Dansk Økonomi, forår 2022* som følge af flere udefrakommende stød, og usikkerheden er øget, jf. beskrivelsen af udviklingen i den internationale økonomi i afsnit II.4. Som en konsekvens heraf nedjusteres vækstskønnene, ligesom inflationsskønnet er opjusteret, jf. afsnit II.3. I dette afsnit beskrives først hovedtrækkene i konjunkturvurderingen for dansk økonomi, hvorefter den forventede udvikling på bolig- henholdsvis arbejdsmarkedet beskrives. Centrale forudsætninger bag fremskrivningen fremgår af boks II.9, mens tabel II.2 viser hovedtrækkene i fremskrivningen. I et baggrundsnotat på hjemmesiden findes yderligere dokumentation af fremskrivningen.

BOKS II.9 CENTRALE FORUDSÆTNINGER

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. Prognosen er baseret på data til og med 28. september 2022. Det indebærer, at prognosen bygger på første offentliggørelse af nationalregnskabet for andet kvartal 2022, som blev offentliggjort den 31. august 2022, samt diverse indikatorer, der rækker ind i tredje kvartal.

Udland og finansielle forhold

De internationale vækstforudsætninger baseres på OECD's vurdering fra september 2022, jf. afsnit II.4. Det indebærer en sammenvejet BNP-vækst på de danske eksportmarkeder på ca. 2½ pct. i 2022 og ca. ¾ pct. i 2023. Det forudsættes, at ECB sætter renten op yderligere to gange i år, så den ved udgangen af året er 2 pct. Næste år ventes den hævet yderligere til 2,5 pct., og først ultimo 2023 forudsættes ECB at sætte renten ned igen. Den danske statsobligationsrente forudsættes at stige til ca. 2¾ pct. ultimo 2022, hvorefter den gradvist falder frem mod 2030. Valutakurser forudsættes konstante fra niveauet i august 2022. Olieprisen forudsættes at have et årsniveau på knap 100 dollar pr. tønde i 2022 og godt 80 dollar i 2023. Det lægges til grund, at den høje inflation gradvist vil aftage især fra 2023, men at energipriserne såvel som priser og lønninger generelt vil forblive høje i en årrække, jf. afsnit II.2-3.

Offentlige finanser

Prognosen lægger den vedtagne politik til grund, og herudover indarbejdes den foreslåede finanspolitik, som den er præsenteret i forslaget til finanslov for 2023 og udgiftslofter for 2023-26. Der indarbejdes desuden politiske aftaler, der endnu ikke er vedtaget ved lov herunder aftalen om vinterhjælp. For de offentlige udgifter efter 2026 følges beregningstekniske forløb, hvor det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb. Forudsætningerne for fremskrivningen af de offentlige finanser er nærmere beskrevet i afsnit II.7.

TABEL II.2 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN

Der ventes en betydelig afmatning af dansk økonomi det kommende år, hvilket skal ses i lyset af de dæmpede vækstudsigter for udlandet, den betydelige usikkerhed, høj inflation og højere renter.

	2021	2021	2022	2023	2024	2030 a)
	Mia. kr.	Realvækst, pct.				
Privat forbrug	1.142	4,2	-1,1	-0,3	2,5	3,0
Offentligt forbrug	608	4,2	0,7	-0,7	1,6	1,1
Offentlige investeringer	85	0,4	-2,6	2,2	3,4	2,0
Boliginvesteringer	151	9,9	4,5	-10,0	-10,8	2,0
Erhvervsinvesteringer	330	6,3	1,9	-4,3	-5,6	2,8
Lagerændringer	9	0,0	0,8	-0,4	0,0	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.325	4,6	0,9	-2,0	0,3	2,3
Eksport	1.494	8,0	3,4	1,4	4,7	2,7
Import	1.315	8,0	1,2	-1,1	4,7	3,9
Bruttonationalprodukt	2.504	4,9	2,3	-0,2	0,6	1,6
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		5,1	2,5	0,8	1,8	2,0
	1.000 pers.	Ændring i 1.000 pers.				
Strukturel arbejdsstyrke	3.015	23	20	16	2	5
Arbejdsstyrke	3.033	38	71	-38	-26	7
Beskæftigelse	2.939	63	97	-61	-45	9
		1.000 pers.				
Nettoledighed		94	68	91	110	96
		Pct.				
Beskæftigelsesgap		0,8	3,3	0,6	-1,0	0,0
Forbrugerpriser		2,1	8,1	5,1	0,8	1,5
Timelønsomkostninger		2,6	3,8	5,2	4,5	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse		10,6	2,0	-6,0	-2,4	5,8
Timeproduktivitet, private byerhverv		1,3	-1,6	3,5	2,7	1,4
Rente, 10-årig dansk statsobligation		0,0	1,5	2,5	2,0	1,1

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

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

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

OMTRENT STILSTAND I BNP GENNEM TRE ÅR

Vækstudsigter nedjusteret siden forårsprognosen

De internationale prognoser for væksten er generelt nedjusteret siden den seneste vurdering i *Dansk Økonomi, forår 2022,* jf. afsnit II.4. For euroområdet er der tale om en nedjustering af den samlede BNP-vækst i 2022 og 2023 på knap 2 pct.point, jf. figur II.23. Nedjusteringen af væksten i Danmark i nærværende prognose er omtrent den samme. Der er dog tegn på et større inflationært pres i Danmark end i euroområdet, jf. afsnit II.3, hvilket alt andet lige kan medføre et større tilbageslag i Danmark. Omvendt taler andre forhold for, at dansk økonomi kan blive mindre negativt påvirket af de høje energipriser, end det er tilfældet for euroområdet. Dels er den danske erhvervsstruktur sammensat på en måde, der gør produktionen mindre energikrævende end gennemsnittet for EU-landene, dels er de danske virksomheder relativt set mere effektive i deres energianvendelse end EU-gennemsnittet.[6] Den relativt lave energiintensitet i den danske produktion indebærer, at omkostningsstigningen som følge af de højere energipriser alt andet lige vil være lavere i Danmark end for EU-gennemsnittet.

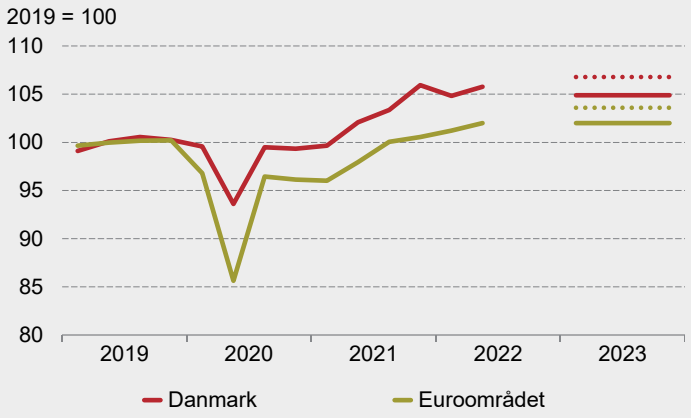
Øget usikkerhed

De forværrede vækstudsigter afspejler dels, at de nedjusterede forventninger til den internationale vækst forventes at slå igennem på den danske vækst, dels at husholdningernes købekraft nu skønnes at blive udhulet mere som følge af højere inflation end lagt til grund i foråret, jf. afsnit II.3. Dertil kommer, at pengepolitikken ventes strammet mere end forudsat i foråret, ligesom usikkerheden om den fremtidige økonomiske situation vurderes at være forøget, særligt med hensyn til energiforsyningen i de europæiske lande den kommende vinter. Samlet lægger disse faktorer et mere negativt pres på den indenlandske efterspørgsel.

6) Kilde: Databasen Odysse Mure, www.odyssee-mure.eu.

FIGUR II.23 NEDJUSTERING AF BNP I DANMARK OG EUROOMRÅDET

I både Danmark og euroområdet er der tale om en betydelig nedjustering af vækstskønnene siden vurderingen i foråret.



Anm.: Figuren viser udviklingen i BNP på kvartalsniveau frem til 2. kvartal 2022 samt prognosen for årsniveauet af BNP i 2023. De stiplede vandrette linjer angiver prognosen fra *Dansk Økonomi, forår 2022*, mens de fuldt optrukne vandrette linjer angiver den nuværende prognose. For euroområdet er prognosen fra foråret baseret på IMF's aprilprognose, mens nærværende prognose er baseret på OECD's septemberprognose.

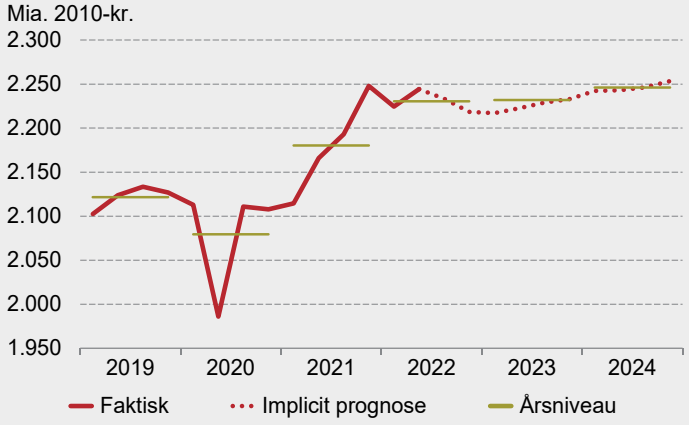
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Macrobond og egne beregninger.

Stilstand i BNP i første halvår af 2022

Efter en betydelig fremgang igennem 2021 var BNP omtrent uændret fra fjerde kvartal 2021 til andet kvartal 2022, jf. figur II.24. Stilstanden i BNP i første halvår af 2022 kan især tilskrives et fald i det private forbrug, mens investeringerne og eksporten trækker væksten op. De dæmpede vækstudsigter på vores eksportmarkeder ventes efterhånden også at mindske de danske virksomheders eksport og investeringer.

FIGUR II.24 UDVIKLINGEN I BNP

Der forventes stilstand i den økonomiske aktivitet, så BNP frem til udgangen af 2024 vil være på omtrent samme niveau som i fjerde kvartal 2021.



Anm.: Seneste observation for BNP er 2. kvartal 2022. Den prikkede kurve viser en implicit kvartalsprofil for BNP, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater. Årsniveauerne for BNP er vist med vandrette grønne linjer.

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

Der ventes omtrent stilstand i BNP i tre år

Set over de kommende par år forventes omtrent stilstand i den samlede økonomiske aktivitet, sådan at BNP frem til udgangen af 2024 ventes at være på omtrent samme niveau som i fjerde kvartal 2021. Givet det høje udgangspunkt for BNP ved indgangen til 2022 indebærer dette en relativt høj vækst på ca. 2¼ pct. fra 2021 til i år, mens årsvæksten skønnes at aftage til ca. -¼ pct. i 2023. Opbremsningen i væksten ventes også at indebære et betydeligt beskæftigelsesfald og en stigning i ledigheden, jf. også senere i afsnittet. Der er dog betydelig usikkerhed forbundet med den realøkonomiske udvikling. Usikkerheden knytter sig både til størrelsen og timingen af tilbageslaget.

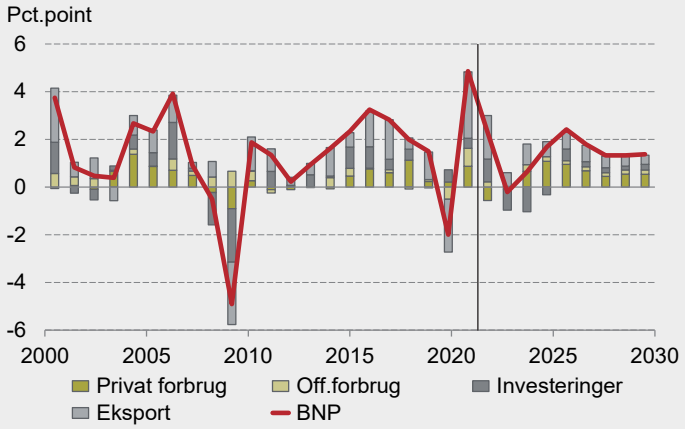
FALDENDE PRIVAT FORBRUG

BNP holdes i år oppe af investeringer og eksport

I år skønnes den positive BNP-vækst især at blive trukket af eksporten og de samlede investeringer, jf. figur II.25. Dette skal ses i lyset af det høje niveau for både bolig- og erhvervsinvesteringer samt eksporten i første halvår af 2022, der medfører et højt årsgennemsnit i år. Det private forbrug ventes derimod at bidrage negativt til BNP-væksten, hvilket står i kontrast til de seneste år, hvor udviklingen i det private forbrug har bidraget til at holde den samlede økonomiske aktivitet oppe. I de kommende par år med forventet svag aktivitet er der et negativt vækstbidrag fra investeringerne.

FIGUR II.25 IMPORTRENSEDE VÆKSTBIDRAG

Det høje niveau for investeringer og eksporten ved indgangen til 2022 bidrager positivt til BNP-væksten i år, mens udviklingen i det private forbrug til gengæld trækker ned.



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken samt ADAM's databank og egne beregninger.

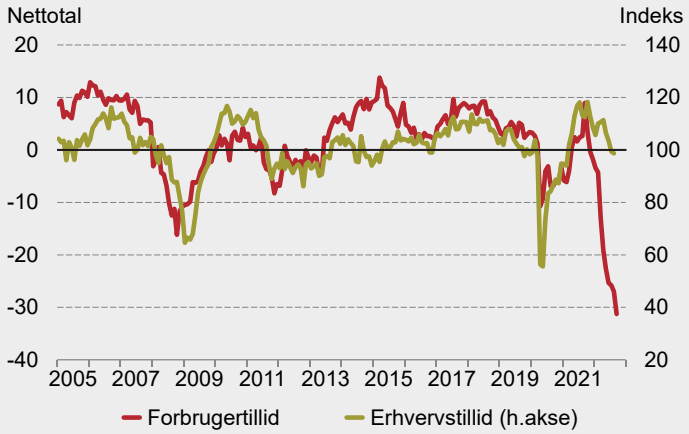
Forbrugere fortsat mere pessimistiske end erhvervslivet

Faldet i det private forbrug i første halvår af 2022 kan tilskrives en kombination af en faldende realløn, jf. afsnit II.3, og en forøget usikkerhed om husholdningernes privatøkonomiske forhold. Den fortsat høje usikkerhed kommer blandt andet til udtryk i forbruger- og erhvervstilliden, som begge er faldet yderligere siden foråret, jf. figur II.26. Faldet i forbrugernes forventninger er væsentligt større end virksomhedernes,

hvilket indikerer, at erhvervslivet er mindre bekymrede over den økonomiske situation. Dette kan være en forklaring på, at erhvervsinvesteringerne ikke er faldet i samme grad som det private forbrug i 2022.

FIGUR II.26 ERHVERVS- OG FORBRUGERTILLID

Forbrugertilliden er faldet markant, og den er nu betydeligt under niveauet fra finanskrisen. Erhvervslivets tillidsindikator er ligeledes faldet, men ikke i samme omfang.



Anm.: Seneste observation er september 2022 for forbrugertilliden og august 2022 for erhvervstilliden. Egen sæsonkorrektion af forbrugertilliden.

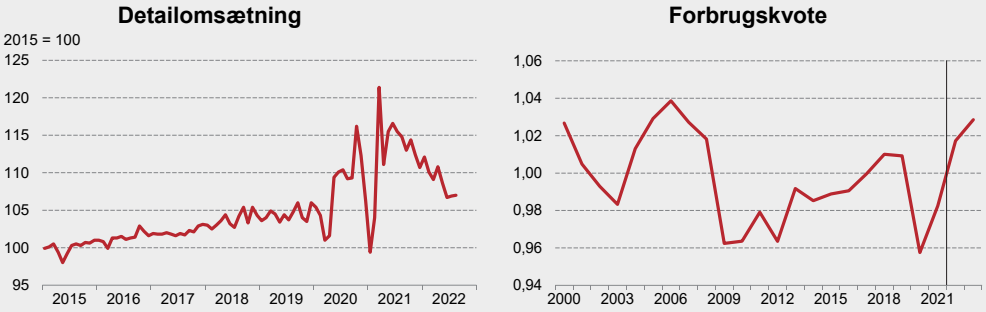
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

Dalende detailomsætning

Udviklingen i den reale detailomsætning indikerer, at det private forbrug fortsat er faldende, jf. figur II.27. Samlet ventes det private forbrug at forblive på det lavere niveau fra første halvår af 2022 det kommende halvandet år, hvilket medfører en årsvækstrate på ca. -1 pct. i år og ca. -¼ pct. næste år. Husholdningernes realindkomst er faldet betydeligt på grund af den uventede høje inflation. I prognosen er det lagt til grund, at husholdningerne med opsparede midler i et vist omfang vil bruge disse midler til at kompensere for realindkomstfaldet, hvilket trækker i retning af, at forbruget som andel af indkomsten stiger i år.

FIGUR II.27 PRIVAT FORBRUG

Detailomsætningen har været faldende igennem 2022, hvilket har været med til at trække det samlede private forbrug ned. Der forventes en stigning i forbrugskvoten i år for delvist at kompensere for faldet i realindkomst.



Anm.: Forbrugskvoten er defineret som det private forbrug i løbende priser relativt til SMEC's kortsigtede disponible indkomst (kerneindkomst bestående af indkomstoverførsler og lønindkomst efter skat tillagt engangsbetalinger, herunder udbetaling af indefrosne feriepenge i 2020-21 samt tilbagebetaling af ejendomsskat i 2022-23). Seneste observation for detailomsætningen er august 2022.

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

Aftaler kan holde hånden under forbrug på kort sigt

Det private forbrug forventes samtidig at blive understøttet af de politiske aftaler om begrænsning af huslejestigninger og indefrysningsordningen for udgifter til el, gas og fjernvarme, jf. Indenrigs- og Boligministeriet (2022) samt Finansministeriet (2022c). Begrænsningen af huslejestigninger mindsker behovet for, at lejerne skal reducere deres forbrug, og dermed trækker aftalen i retning af, at forbruget øges i forhold til en situation uden aftalen. Den forventede positive effekt på forbruget skal også ses i sammenhæng med, at modstykket til lavere huslejebetalinger er lavere indtægter for udlejere, som i høj grad er pensionskasser, hvor der ikke kan forventes nogen nævneværdig modgående reaktion. Indefrysningsordningen, der indebærer, at forbrugerne kan optage statsgaranterede lån, må ligeledes formodes at bidrage til højere forbrug end uden ordningen. Ordningen gælder fra ultimo 2022 og 12 måneder frem, og der skal derefter afbetales efter en periode med et års afdragspause. Det betyder, at ordningen må formodes at understøtte det private forbrug i 2022 og 2023, mens der omvendt kan være en negativ effekt på det private forbrug efter 2024, hvor der skal afdrages.

Risiko for svagere udvikling i forbruget

Erfaringer viser, at husholdningerne reducerer deres forbrugskvote, når de er pessimistiske omkring udviklingen i den økonomiske aktivitet, jf. *Dansk Økonomi, forår 2022*. Det kunne ses i forbindelse med finanskrisen, hvor der var der et betydeligt fald i forbrugskvoten, samtidigt med at forbrugertilliden var på et lavt niveau. Forbrugertilliden er aktuelt lavere end i finanskrisen, og der er derfor en risiko for, at husholdningerne vil være mere tilbageholdende, så forbrugskvoten ikke stiger så meget eller ligefrem falder.

Investeringer ventes at falde fra højt niveau

Det høje investeringsniveau i begyndelsen af 2022 kan både tilskrives høje bolig- og erhvervsinvesteringer, mens de offentlige investeringer faldt. Flere forhold trækker i retning af et lavere investeringsomfang i den private sektor de kommende par år. For erhvervsinvesteringerne forventes de dæmpede vækstudsigter i Danmark såvel som udlandet, højere renter samt højere produktionsomkostninger som følge af energiprisstigningerne at trække investeringsniveauet ned. På boligmarkedet er der udsigt til lavere aktivitet og faldende priser, jf. nedenfor. Dette ventes at slå igennem på boliginvesteringerne, der forventes at falde med ca. 10 pct. både i 2023 og i 2024. Samlet ventes det positive bidrag fra investeringerne til BNP-væksten i 2022 at blive vendt til et negativt bidrag i 2023. Erhvervsinvesteringerne skønnes at stige ca. 2 pct. i år og falde ca. 4¼ pct. næste år. Der er dermed tale om et betydeligt fald i investeringskvoten, ligesom det var tilfældet i finanskrisen, jf. figur II.28. På lidt længere sigt forudsættes investeringskvoten at blive stabiliseret, hvorved K/L-forholdet fortsætter på den historiske trend.

FIGUR II.28 INVESTERINGSKVOTEN FALDER

Investeringskvoten ventes at falde som følge af de dårligere økonomiske udsigter. Dette er i tråd med udviklingen under finanskrisen.

Anm.: Figuren viser udviklingen i de samlede bygnings- og maskininvesteringer i de private byerhverv set i forhold til BVT i private byerhverv.
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken samt ADAM's databank og egne beregninger.

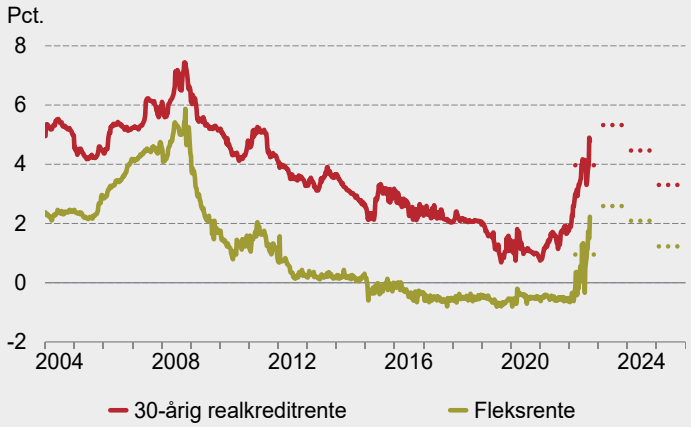
VENDING PÅ BOLIGMARKEDET OG FALDENDE PRISER

Stigende realkreditrenter dæmper boligefterspørgslen

Aktiviteten på boligmarkedet er de seneste år blevet understøttet af et lavt renteniveau, jf. figur II.29. De lave finansieringsomkostninger kombineret med stigende indkomster og ændrede boligpræferencer under pandemien har medvirket til, at boligpriserne er steget betydeligt. Igennem 2022 er realkreditrenterne imidlertid steget markant, blandt andet som følge af centralbankernes pengepolitiske stramninger, jf. afsnit II.4. Realkreditrenterne forventes at stige svagt resten af året for derefter at falde lidt igennem 2023. Det gennemsnitlige niveau i 2023 forventes at være betydeligt højere end gennemsnittet for 2022. De høje renter vil dermed fortsat bidrage til at dæmpe boligefterspørgslen.

FIGUR II.29 REALKREDITRENTER

Renterne på boliglån er steget kraftigt i 2022. Renterne ventes at forblive mærkbart højere end de seneste år.



Anm.: De viste renter er den effektive rentesats på nyudstedte lån. Seneste observation er uge 38 2022. De stiplede linjer angiver forventede årsniveauer i 2022-25.
Kilde: Finans Danmark og egne beregninger.

Flere boligejere har konverteret deres realkreditlån

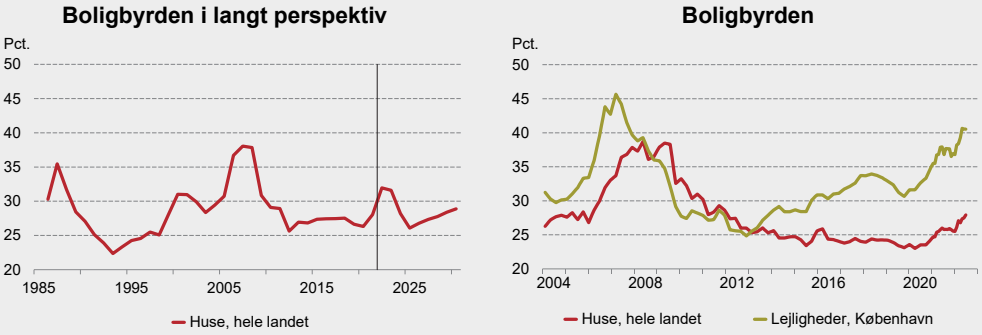
Rentestigningerne og de tilhørende kursfald på fastforrentede lån med lav rente har gjort, at knap 10 pct. af alle boligejere har omlagt deres lån i løbet af foråret og sommeren. Blandt de boligejere, som har konverteret, har ca. 60 pct. omlagt til et nyt fastforrentet lån med højere rente, mens de resterende har omlagt til et variabelt forrentet lån, jf. Danmarks Nationalbank (2022a). Omlægningerne har medvirket til, at den samlede lånesammensætning er blevet mere renteølsom, da variabelt forrentede lån udgør en større andel af de samlede lån. Konverteringerne har givet anledning til en gevinst, der delvist er blevet brugt til at nedbringe gælden, men ifølge Nationalbanken er der blevet frigivet omtrent 6 mia. kroner i første halvår af 2022, som ikke er anvendt til gældsreduktion, jf. Danmarks Nationalbank (2022d). Disse gevinster kan anvendes til dels privat forbrug dels opsparing.

Stigende boligbyrde

De seneste par år har stigende boligpriser øget boligbyrden, og i kombination med rentestigningerne er boligbyrden øget, jf. figur II.30. Stigningen i boligbyrden er særligt udtalt for ejerlejligheder i København, men boligbyrden var dog i juli 2022 fortsat ca. 5 pct.point under det højeste niveau fra tiden omkring finanskrisen. De seneste måneder er realkreditrenterne steget yderligere, hvilket trækker i retning af højere boligbyrde.

FIGUR II.30 BOLIGBYRDE

Boligbyrden har fortsat stigningen, hvilket nu primært skyldes stigende realkreditrenter. Boligbyrden for huse i hele landet er stadig relativt lav, mens den for lejligheder i København nærmer sig niveauet fra finanskrisen. De kommende år ventes faldende boligpriser gradvist at reducere boligbyrden.



Anm.: Figurerne viser den beregnede boligbyrde i pct. af disponibel indkomst for et 30-årigt fastforrentet lån med afdrag. Boligbyrden angiver omkostningen ved at købe en bolig for en gennemsnitlig husstand. Figuren til venstre viser udviklingen fra 1986 og frem til 2030 på baggrund af nærværende prognose. Figuren til højre viser et udsnit af venstre figur med udviklingen opgjort på kvartaler fra 2004 til og med 2020 og på måneder fra 2021 og frem til og med juli 2022.

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

Aktiviteten på boligmarkedet er faldet, …

Rentestigningerne og den stigende boligbyrde er en medvirkende årsag til, at der nu er tegn på afmatning på boligmarkedet efter de seneste år med ekstraordinært høj aktivitet. Afmatningen ses blandt andet ved, at boligsalget er begyndt at falde, udbuddet af boliger til salg er stigende, liggetiderne, særligt for ejerlejligheder, er steget, og priserne er begyndt at falde.

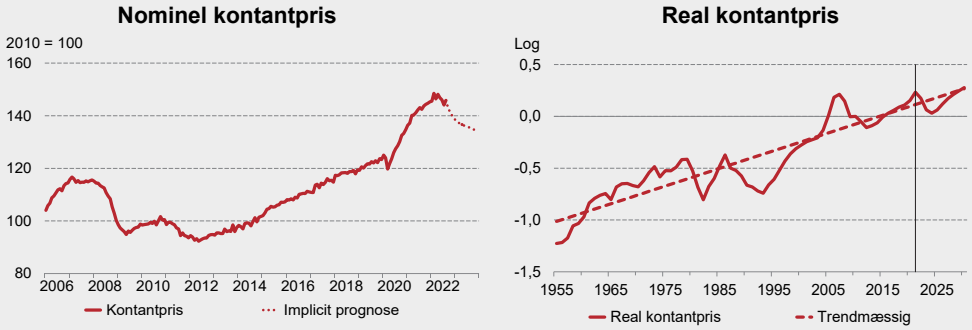
… og boligpriserne ventes at falde de kommende år

Oveni rentestigningerne er boligudgifterne i bredere forstand steget som følge af de stigende energipriser. Kombineret med udsigten til lavere beskæftigelse bidrager det til forventningen om et fald i boligpriserne de kommende år, jf. venstre del af figur II.31. Samlet skønnes de nominelle boligpriser at falde knap 10 pct. fra starten af 2022, hvor boligpriserne var på det højeste, frem til slutningen af 2023. Prognosen indebærer, at boligbyrden opgjort på årsniveau topper i 2022, hvorefter faldet i boligpriserne gradvist vil bidrage til, at boligbyrden aftager til et niveau, der minder om årene før coronapandemien. Boligskatterefor-

men, der forventes at træde i kraft i 2024, ventes generelt at øge skatterne på specielt lejligheder og sænke dem for enfamiliehuse, jf. Danmarks Nationalbank (2019a), hvilket isoleret set trækker i retning af en svagere prisudvikling for lejligheder end for enfamiliehuse.

FIGUR II.31 BOLIGPRISER

Udviklingen på boligmarkedet forventes at vende med aftagende priser på boligmarkedet de kommende år. Nedgangen på boligmarkedet forventes dog at være mindre end under tidligere kriser, f.eks. finanskrisen.



Anm.: Den nominelle kontantpris er frem til maj 2021 baseret på Danmarks Statistiks prisindeks. Serien er forlænget med væksten i Boligsidens prisindeks (med egen sæsonkorrektion) til og med august 2022, og derefter vises den implicitte månedsudvikling, som er i overensstemmelse med prognosens niveauer på årsbasis. 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 1955-2021.

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

Fald i den reale kontantpris de kommende år på næsten 20 pct.

Det forventede fald i de nominelle boligpriser får de reale boligpriser til at falde under den historiske tidstrend, jf. højre del af figur II.31. Dette afspejler ikke kun, at de nominelle priser falder, men også den høje inflation. Den reale kontantpris skønnes at falde næsten 20 pct. fra 2021 til 2024, hvorefter der forudsættes en gradvis tilbagevenden til den historiske trend. Faldet fra 2021 til 2024 er mindre end faldet under finanskrisen, hvor de reale boligpriser faldt ca. 30 pct. over fem år. Det afspejler både, at der forventes et mindre fald i den økonomiske aktivitet, og at den reale kontantpris i udgangspunktet er steget mindre end op til finanskrisen. Boligprisfaldet efter finanskrisen blev forstærket af, at der op til krisen var opbygget en boligprisboble med selvopfyldende forventninger til boligprisstigninger. Selvom boligpriserne er steget markant de seneste år, var der i efteråret 2021 endnu ikke tegn på

en boble på boligmarkedet, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. I den anden retning trækker dog denne gang stigende renter, som medvirker til faldende boligpriser.

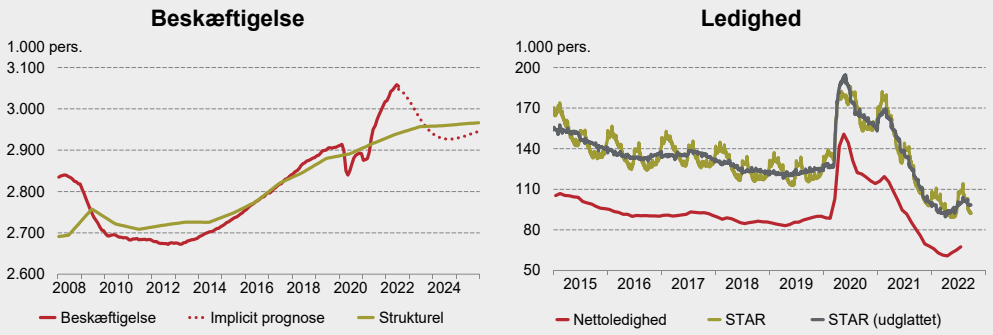
BESKÆFTIGELSEN VENTES AT FALDE FRA ET HØJT NIVEAU

Beskæftigelsen er steget til højt niveau

Beskæftigelsen er fortsat med at stige henover foråret og sommeren, men stigningstakten er gradvist aftaget lidt, og i juli faldt beskæftigelsen ca. 5.000 personer, jf. venstre del af figur II.32. Faldet i juli kan tilskrives et fald i offentlig beskæftigelse, mens den private beskæftigelse var omtrent uændret. Trods det seneste fald er beskæftigelsen fortsat på et historisk højt niveau, og der er næsten 150.000 flere lønmodtagere end før coronapandemien. I forhold til situationen før pandemien har beskæftigelsesfremgangen været mest markant indenfor brancherne sundhed og socialvæsen, handel samt bygge og anlæg.

FIGUR II.32 BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED

Beskæftigelsen forventes at falde fra et højt niveau til ca. 1 pct. under strukturelt niveau i 2024. Vendingen på arbejdsmarkedet indikeres også, at faldet i ledigheden ser ud til at være bragt til ophør.



Anm.: Venstre figur viser den månedlige lønmodtagerbeskæftigelse opregnet til nationalregnskabets årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er juli 2022. Derefter er vist en implicit månedsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelsesskønnene på årsniveau. Højre figur viser ledigheden. Seneste observation for antallet af tilmeldte ledige på Jobnet ifølge Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering (STAR) er 25. september 2022, mens nettoledigheden er for juli 2022. Der er anvendt egen sæsonkorrektion for dagsledigheden fra STAR.

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

Udenlandsk arbejdskraft bidrager til beskæftigelses-fremgang

I takt med beskæftigelsesfremgangen er ledigheden også faldet, jf. højre del af figur II.32. Ledighedsfaldet ser ud til at være bragt til ende i foråret 2022, og en betragtelig del af den samlede beskæftigelses-fremgang det seneste år er sket via en udvidelse af arbejdsstyrken, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2022.* En del af stigningen i arbejdsstyrken kan tilskrives en stigning i antallet af beskæftigede personer med udenlandsk statsborgerskab. I juli 2022 var der ca. 40.000 flere udenlandske beskæftigede end på samme tidspunkt sidste år, og udenlandske statsborgere udgør en stadigt voksende andel af beskæftigelsen. Det større antal udenlandske beskæftigede i Danmark kan både skyldes, at flere herboende udenlandske statsborgere er kommet i beskæftigelse, og at tilgangen af arbejdskraft fra udlandet er steget. Tal fra Jobindsats indikerer, at tilgangen fra udlandet kan forklare en væsentlig del af stigningen; mere end 33.000 af de beskæftigede udenlandske statsborgere i juli 2022 har fået CPR-nummer i 2022. Hovedparten af arbejdsstyrkestigningen de seneste år skønnes at være konjunkturbetinget, men det kan ikke afvises, at en del af stigningen er af mere strukturel karakter, jf. diskussionen i afsnit II.6.

Presset på arbejdsmarkedet er aftaget lidt, …

Det aktuelt høje beskæftigelsesniveau afspejler, at der har været – og fortsat er – et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Der er dog tegn på, at presset er begyndt at aftage. Ledigheden er steget svagt, antallet af ledige stillinger er faldet henover sommeren, og virksomhederne melder i mindre grad om kapacitetsbegrænsninger som følge af arbejdskraftsmangel. En del af den seneste stigning i ledigheden skal ses i sammenhæng med, at flere ukrainske flygtninge henover sommeren blev vurderet jobparate og derfor indgår i ledighedsstatistikken, og de seneste dagsobservationer tyder ikke på, at ledigheden for alvor er begyndt at stige.

… men er fortsat højt

Det fortsatte pres på arbejdsmarkedet kan desuden illustreres i den såkaldte Beveridgekurve, som viser sammenhængen mellem ledighedsraten og ledige stillinger som andel af arbejdsstyrken, jf. boks II.10. I juli i år var der et relativt højt antal ledige stillinger i forhold til antallet af ledige, jf. figur II.33, hvilket indikerer et betydeligt kapacitetspres. Dette understøtter billedet af et stort beskæftigelsesgap, som i juli 2022 skønnes at være knap 4 pct.

BOKS II.10 BEVERIDGEKURVEN

Beveridgekurven illustrerer sammenhængen mellem ledigheden og ledige stillinger, hvor både ledigheden og ledige stillinger ofte vises i pct. af arbejdsstyrken. Der antages normalt at være en negativ sammenhæng: Jo lavere ledighedsraten er, jo højere er andelen af ledige stillinger.

Henover et konjunkturforløb bevæger økonomien sig langs Beveridgekurven. I en højkonjunktur er ledigheden lav, men andelen af ledige stillinger er høj (og omvendt i en lavkonjunktur). Der er en tendens til, at bevægelserne sker i en aflang cirkel rundt om kurven, da andelen af ledige stillinger ofte reagerer før ledigheden. I opgangstider betyder det, at der først sker en bevægelse opad (ledige stillinger stiger til givent ledighedsniveau) og derefter mod venstre (når ledigheden begynder at falde). I nedgangstider er bevægelsen omvendt; først nedad og derefter mod højre. Den sidste type af bevægelse ses eksempelvis fra juni til juli 2022, hvor andelen af ledige stillinger faldt fra 2,3 pct. til 1,7 pct. uden at ledigheden steg tilsvarende (bevægelsen til punktet markeret med rød firkant i figur II.33).

Placeringen af Beveridgekurven afspejler, hvor effektivt de ledige stillinger bliver besat. Jo tættere kurven befinder sig på punktet (0,0), desto mere effektiv er matchning-processen på arbejdsmarkedet, og jo færre ledige stillinger er der til et givent ledighedsniveau.

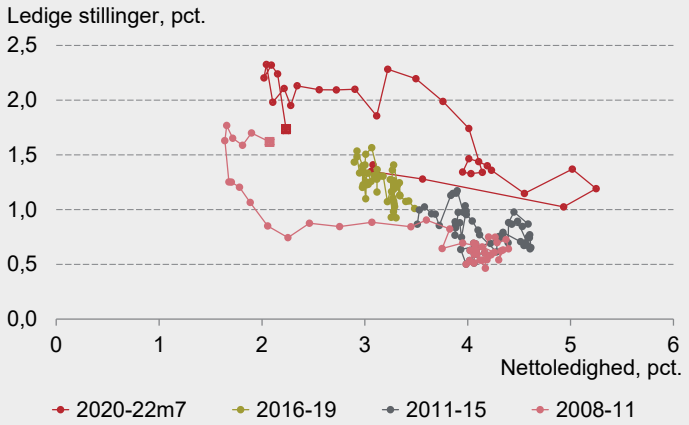
Baseret på *Dansk Økonomi, efterår 2012* samt Rodgers og Kassen (2022).

Bevægelse langs Beveridgekurven over et konjunkturforløb

Henover et konjunkturforløb bevæger økonomien sig langs Beveridgekurven. I en højkonjunktur er ledigheden lav, mens antallet af ledige stillinger er højt. Økonomien befinder sig derfor i et punkt øverst til venstre i figuren. Dette var eksempelvis tilfældet i første del af 2008 (markeret med lyserød firkant i figuren). Tilbageslaget i forbindelse med finanskrisen førte i første omgang til et betydeligt fald i antallet af ledige stillinger for et omtrent uændret ledighedsniveau lige under 2 pct. I takt med at lavkonjunkturen blev mere udtalt, skete en gradvis stigning i ledigheden samtidig med et yderligere fald i ledige stillinger. Bevægelserne langs Beveridgekurven indikerer, at kapacitetspresset i økonomien i perioden 2008-19 var mindst i slutningen af 2012. Det er sammenfaldende med det tidspunkt, hvor beskæftigelsesgap skønnes at være mest negativt i perioden, jf. figur II.34 i afsnit II.6. Den aktuelle placering (markeret med rød firkant) indikerer, at presset i dansk økonomi i juli i år var af omtrent samme størrelse som i begyndelsen af 2008, dvs. hen mod slutningen af højkonjunkturen lige op til finanskrisen. Vurderet på baggrund af beskæftigelsesgap er presset aktuelt lidt mindre end i begyndelsen af 2008.

FIGUR II.33 BEVERIDGEKURVE

Presset på arbejdsmarkedet er aftaget med færre ledige stillinger i forhold til ledige (Beveridgekurven). Andelen af ledige stillinger i forhold til ledighedsraten er omtrent på samme niveau som forud for finanskrisen.



Anm.: Y-aksen angiver antallet af ledige stillinger i Jobnet i pct. af arbejdsstyrken. X-aksen angiver nettoledighed i pct. af arbejdstyrken, hvor arbejdsstyrken er opgjort som nettoledige + lønmodtagerbeskæftigede, jf. boks II.10. Seneste observation er markeret med en rød firkant og er juli 2022. Første observation, januar 2008, er markeret med en lyserød firkant. Stregerne i mellem prikkerne markerer overgangen mellem månederne.

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

Forskydninger under coronapandemien

I forbindelse med at dansk økonomi blev ramt af coronapandemien i marts 2020, steg ledigheden markant, uden at antallet af ledige stillinger ændredes betydeligt. Henover 2020-21 er der en tendens til, at placeringen af Beveridgekurven er forskudt opad og mod højre i forhold til årene forinden. En sådan forskydning er umiddelbart et tegn på dårligere match på arbejdsmarkedet, hvilket tenderer til at øge den strukturelle ledighed, jf. også afsnit II.6. Andre indikatorer for matchkvaliteten på arbejdsmarkedet viser dog ikke tegn på forringet match de seneste år, jf. Danmarks Nationalbank (2022c). Den seneste bevægelse (til punktet markeret med en rød firkant) kan være et begyndende tegn på, at økonomien igen befinder sig på den kurve, der var gældende over perioden 2011-19.

Betydeligt beskæftigelsesfald igennem 2023

Presset på arbejdsmarkedet forventes at aftage henover efteråret, hvor lavere vækst vil medvirke til at reducere beskæftigelsen. Prognosen indebærer, at beskæftigelsen falder med mere end 100.000 personer frem mod udgangen af 2023. Faldet må forventes at ske i en række af de mest konjunkturfølsomme brancher, der også har oplevet størst pres det seneste år. En stor del af dette fald ventes at slå ud i en reduktion af arbejdsstyrken, herunder den udenlandske arbejdskraft, som er steget betragteligt de seneste år. Beskæftigelsesfaldet indebærer, at det aktuelt store beskæftigelsesgap på knap 4 pct. ventes at være lukket ved udgangen af 2023. I 2024 ventes beskæftigelsen at falde yderligere, hvorved beskæftigelsesgap vil være ca. -1 pct. i 2024.

Stor usikkerhed om faldets timing og størrelse

Både timingen og størrelsen af beskæftigelsesfaldet er forbundet med betydelig usikkerhed. Selvom flere indikatorer peger i retning af lavere aktivitet, så er udviklingen på arbejdsmarkedet endnu ikke for alvor vendt, og afmatningen kan vise sig først at materialisere sig senere end skønnet i prognosen. Omvendt viser erfaringerne fra finanskrisen, at beskæftigelsen vender sent i konjunkturforløbet, og at tilbageslag kan ske endog meget brat, når pessimisme og usikkerhed først får tag i forbrugere og virksomheder.

II.6 USIKKERHED OM STRUKTURELLE NIVEAUER

Strukturelle niveauer vigtige, men forbundet med usikkerhed

Udviklingen i de strukturelle niveauer for produktion, beskæftigelse og produktivitet er centrale for vurderingen af såvel den aktuelle konjunktursituation som velstandsudviklingen på længere sigt. Vurderingen af de strukturelle niveauer er imidlertid forbundet med usikkerhed. Det gælder både vurderingen af det historiske og det fremtidige niveau for de strukturelle niveauer.

Indhold i afsnittet

Dette afsnit fokuserer på beregningen af de strukturelle niveauer i nærværende prognose og diskuterer usikkerheden forbundet med dem. Afsnittet indledes med en kort opridsning af, hvordan de strukturelle niveauer beregnes, og hvad de i den aktuelle prognose implicerer for udviklingen i beskæftigelses- og output gap. I den resterende del af afsnittet diskuteres, hvordan de seneste års stød til dansk økonomi i form af coronapandemien og de højere energipriser kan forventes at påvirke de strukturelle niveauer. Afsnittet afsluttes med en kort opsummering.

VURDERINGEN AF DE STRUKTURELLE NIVEAUER ER FORBUNDET MED USIKKERHED

Strukturelle niveauer vigtige i vurdering af velstandsudvikling og kapacitetspres

Det strukturelle niveau for BNP og beskæftigelse er et udtryk for den produktion og beskæftigelse, som kan forventes i en normal konjunktursituation. Faktisk BNP og beskæftigelse svinger om de strukturelle niveauer, og afvigelsen mellem faktisk og strukturelt niveau er dermed en vigtig indikator for kapacitetspresset i økonomien og dermed konjunktursituationen. Udviklingen i de strukturelle niveauer er desuden afgørende for velstandsudviklingen på mellemlang sigt og har desuden betydning for den strukturelle offentlige saldo, der er et væsentligt omdrejningspunkt i tilrettelæggelsen af finanspolitikken.

Strukturelle niveauer beregnes med usikkerhed, …

Beregningen af strukturelt BNP til brug for De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model, SMEC, bygger på skøn for de strukturelle niveauer for produktivitet, arbejdsstyrke og ledighed, jf. boks II.11. De strukturelle niveauer kan ikke observeres direkte, men må i stedet estimeres på baggrund af den historiske udvikling og økonomiske sammenhænge. Beregningen af hver af elementerne i strukturelt BNP er forbundet med usikkerhed, og skønnene varierer derfor også på tværs af institutioner.

… hvilket giver usikkerhed om behovet for finanspolitisk stabilisering

Usikkerheden forbundet med beregningen af de strukturelle niveauer betyder, at der er usikkerhed forbundet med vurderingen af størrelsen af kapacitetspresset. Finanspolitikken tilrettelægges i vidt omfang ud fra en vurdering af såvel det aktuelle som det forventede kapacitetspres det førstkommende år. Usikkerheden forbundet med de strukturelle niveauer betyder derfor også, at der er usikkerhed forbundet med vurderingen af behovet for finanspolitisk stabilisering, jf. også diskussionen senere i afsnittet.

BOKS II.11 FASTLÆGGELSE AF STRUKTURELLE NIVEUAER

Strukturelt såvel som faktisk BNP kan dekomponeres i bidrag fra produktivitet og beskæftigelse. Beskæftigelsen kan yderligere opdeles i bidrag fra arbejdsstyrke og ledighedsrate:

$$BNP = \underbrace{\frac{BNP}{beskæftigelse}}_{Produktivitet} \cdot \underbrace{arbejdsstyrke \cdot (1 - ledighedsrate)}_{Beskæftigelse}$$

Det strukturelle niveau for BNP fastlægges til brug for De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model, SMEC, ud fra de skønnede strukturelle niveauer for produktivitet, arbejdsstyrke og ledighed. Strukturel ledighed fastlægges med udgangspunkt i en lønrelation, der beskriver sammenhængen mellem lønstigninger, inflation og den faktiske ledigheds afvigelse fra den strukturelle ledighed. Strukturel arbejdsstyrke fastlægges ud fra den faktiske arbejdsstyrke renset for et konjunkturbidrag. Konjunkturbidraget afhænger blandt andet af ledighedsgap, dvs. forskellen mellem faktisk og strukturel ledighed. Endelig fastlægges den strukturelle produktivitet med udgangspunkt i den historiske trend i totalfaktorproduktiviteten (TFP) og kapitalintensiteten.

Fastlæggelsen af de strukturelle niveauer er forbundet med betydelig usikkerhed, men metoderne sikrer, at de strukturelle niveauer grundlæggende danner en trend, som de faktiske niveauer svinger omkring.

De strukturelle niveauer fremskrives ud fra den historiske trend korrigeret for eventuelle politiktiltag, som kan antages at påvirke produktivitetsvækst, arbejdsstyrke eller ledighed strukturelt. Den strukturelle arbejdsstyrke korrigeres endvidere for ændringer i demografien, og den aggregerede produktivitetsvækst tager højde for forskydninger i den overordnede erhvervsstruktur.[a)]

I fremskrivningen tages der ikke højde for andre forhold, som kan påvirke de strukturelle niveauer og udviklingen i disse. I virkeligheden er der mange forhold, som kan tænkes at påvirke den underliggende udvikling i arbejdsstyrke, ledighed og produktivitet, eksempelvis velstandseffekter i arbejdsudbuddet. Disse forhold afspejles implicit i de historisk beregnede strukturelle niveauer, men i fremskrivningen lægges det til grund, at der ikke er yderligere bidrag fra sådanne forhold.

a) For produktivitetsvæksten fortsættes den historiske trendvækst som udgangspunkt, hvilket eksempelvis indebærer en forudsætning om, at effekten af globalisering fortsættes i samme omfang som set historisk.

STORT POSITIVT BESKÆFTIGELSESGAP VENDES TIL ET NEGATIVT

Stort positivt beskæftigelsesgap i år vendes til et negativt gap på 1 pct. i 2024

Der skønnes aktuelt at være et betydeligt kapacitetspres i dansk økonomi med et beskæftigelsesgap på knap 4 pct., jf. figur II.34. I prognosen ventes beskæftigelsen at falde med mere end 100.000 personer frem mod begyndelsen af 2024, jf. afsnit II.5. Beskæftigelsesfaldet indebærer, at det store positive beskæftigelsesgap gradvist lukkes og vendes til et negativt gap på 1 pct. i 2024.

FIGUR II.34 BESKÆFTIGELSESGAP

Beskæftigelsesgap skønnes i midten af 2022 at være knap 4 pct. Det forventes at lukke gradvist og vendes til et negativt gap på 1 pct. i 2024.

Anm.: Beskæftigelsesgap er beskæftigelsen i forhold til den strukturelle beskæftigelse i personer opgjort i procent af den strukturelle beskæftigelse. Seneste observation er juli 2022.

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

Den strukturelle beskæftigelse kan være højere end vurderet

Den strukturelle beskæftigelse beregnes som nævnt ovenfor ud fra strukturel ledighed og strukturel arbejdsstyrke. Den faktiske arbejdsstyrke er de seneste år steget markant, jf. også *Dansk Økonomi, forår 2022*. Hovedparten af denne stigning skønnes at være konjunkturbetinget, og arbejdsstyrkegap vurderes som årsgennemsnit i 2022 at være positivt med ca. 2¼ pct. Det kan dog ikke afvises, at en del af

stigningen er af strukturel karakter. Tilgangen af udenlandsk arbejdskraft kan eksempelvis vise sig at være varig, ligesom arbejdsmarkedstilknytningen for personer på kanten af arbejdsmarkedet kan være styrket mere varigt. I givet fald er det strukturelle niveau for arbejdsstyrken og dermed beskæftigelsen aktuelt undervurderet. Det kan betyde, at kapacitetspresset er mindre end i nærværende vurdering og dermed vil forsvinde hurtigere i takt med, at beskæftigelsen ventes at falde. Beskæftigelsen kan dermed hurtigere end ventet falde til et niveau under det strukturelle.

Ukrainere øger midlertidigt arbejdsstyrken

I fremskrivningen er det lagt til grund, at den faktiske såvel som strukturelle arbejdsstyrke midlertidigt er øget med ca. 5.000 personer i 2022 og 2023 som følge af tilstrømningen af ukrainske flygtninge, der indtræder på det danske arbejdsmarked. Det er modsat ikke lagt til grund, at tilgangen af anden udenlandsk arbejdskraft er strukturel. Det trækker som nævnt i retning af, at niveauet for strukturel arbejdsstyrke kan være undervurderet i fremskrivningen.

Kapacitetspres bør vurderes på bredt sæt af indikatorer

I et nyt studie foreslås en alternativ indikator for den strukturelle ledighed, der benævnes den *efficiente ledighed*, jf. Michaillat og Saez (2022). Den efficiente ledighed defineres som den ledighed, der minimerer den uproduktive brug af arbejdskraft i form af både jobsøgning og rekruttering. Den uproduktive brug af arbejdskraft kan opgøres ved hjælp af antallet af ledige stillinger i forhold til antallet af ledige; den såkaldte Beveridgekurve, jf. også afsnit II.5. Vurderinger af, hvor den faktiske ledighed er i forhold til den efficiente, kan supplere billedet af kapacitetspresset opgjort ved et mere traditionelt beskæftigelsesgap. For USA peger studiet på, at kapacitetspresset opgjort ved denne metode har været større siden midten af 2021, end hvis den strukturelle beskæftigelse beregnes efter mere traditionelle metoder. Vurderingen af kapacitetspres – og dermed stabiliseringsbehovet – bør mere generelt baseres på et bredt sæt af indikatorer.

Indikatorer understøtter, at beskæftigelsesgap i Danmark er positivt

En række indikatorer peger i retning af, at presset på det danske arbejdsmarked aktuelt er stort. Mange virksomheder oplever fortsat kapacitetsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft, og antallet af stillingsopslag er fortsat højt – også i forhold til antallet af ledige, jf. afsnit II.5. Trods usikkerheden forbundet med den præcise størrelsesorden for beskæftigelsesgap understøtter indikatorerne dermed ret entydigt billedet af, at der er et kapacitetspres i dansk økonomi med en beskæftigelse over det strukturelle niveau.

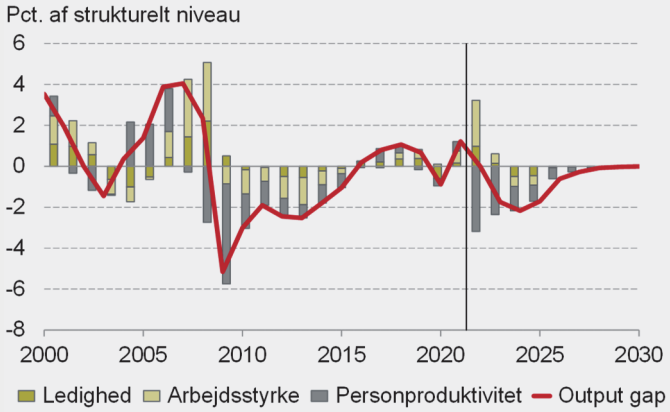
Prognose indebærer negativt output gap

I prognosen for dansk økonomi ventes BNP at udvikle sig svagt de kommende år, så der er omtrent stilstand fra udgangen af 2021 til udgangen af 2024, jf. afsnit II.5. Den skønnede udvikling indebærer, at

BNP ventes at falde under det strukturelle niveau de kommende år, dvs. output gap skønnes at blive negativt, jf. figur II.35.

FIGUR II.35 OUTPUT GAP

BNP ventes at falde under det strukturelle niveau, og output gap skønnes at være negativt fra 2023 og frem mod 2027.



Anm.: Figuren viser bidrag til output gap fra personproduktivitet (BNP pr. beskæftiget), arbejdsstyrke og ledighed. Ledighedsgap er vist med modsat fortegn, hvorved det viser bidraget til output gap. Beskæftigelsesgap er summen af arbejdsstyrkegap og ledighedsgap. Fastlæggelse af strukturelle niveauer for BNP, produktivitet, arbejdsstyrke og ledighed er beskrevet i boks II.11.

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

Positivt beskæftigelsesgap, men negativt produktivitetsgap i 2022

I 2022 skønnes output gap som gennemsnit for året at være omtrent 0 pct. Det er dog sammensat af et stort positivt beskæftigelsesgap på ca. 3¼ pct. og et tilsvarende stort, men negativt produktivitetsgap. Denne kombination ses ofte på toppen af en højkonjunktur, og gjorde sig også gældende i 2008 umiddelbart op til finanskrisen. Denne sammenhæng kan afspejle, at virksomhederne er tilbageholdne med at afskedige medarbejdere, selvom der er afmatning i produktionen. Det skyldes, at der er omkostninger forbundet med at ansætte og afskedige medarbejdere, og virksomhederne ser derfor tiden an, før de påbegynder afskedigelser. Den svage produktivitetsudvikling kan også hænge sammen med, at de senest ansatte medarbejdere kan have lavere produktivitet sammenlignet med den gennemsnitlige medarbejder, eksempelvis fordi deres tilknytning til arbejdsmarkedet er svagere.

Endelig har forstyrrelser i indenlandske såvel som internationale forsyningskæder de seneste år betydet, at der har været knaphed på visse produktionsinput, hvilket kan have nedsat produktiviteten i en periode.

DE SENESTE ÅRS STØD KAN PÅVIRKE DE STRUKTURELLE NIVEAUER

De seneste års stød påvirker både faktisk og strukturel produktion

Dansk økonomi er i løbet af de seneste år blevet ramt af en række udefrakommende stød i form af først coronapandemien og derefter Ruslands invasion af Ukraine. Begge stød har karakter af udbudsstød, der har det til fælles, at nogle dele af økonomien påvirkes mere end andre, og at der derfor er et øget behov for reallokering af ressourcer på tværs af virksomheder og brancher. Denne reallokering kan tage tid og kan i sig selv betyde, at det effektive produktionspotentiale i en periode er reduceret. Samtidig er det muligt, at de to stød også mere varigt kan påvirke økonomiens produktionspotentiale og dermed de strukturelle niveauer, jf. også diskussionen i *Dansk Økonomi, efterår 2020*, *Produktivitet 2021* og *Produktivitet 2022*.

Strukturelle niveauer og gap skal fortolkes varsomt

I praksis er det vanskeligt at vurdere den konkrete størrelsesorden af effekten på de strukturelle niveauer af de stød, der har ramt dansk økonomi. I den præsenterede fremskrivning er det valgt ikke at korrigere de strukturelle niveauer som følge af de to stød.[7] Det er derfor nødvendigt at udvise forsigtighed i tolkningen af både de strukturelle niveauer og de gap, som traditionelt anvendes til at karakterisere konjunktursituationen.

Mulige effekter på strukturelle niveauer diskuteres nedenfor

Nedenfor diskuteres nogle af de mulige effekter af de seneste års stød på økonomiens produktionspotentiale. Disse effekter kan påvirke de strukturelle niveauer fra 2020 og frem, og usikkerhed om disse effekter påvirker dermed vurderingen af de strukturelle niveauer i primært fremskrivningen. Det er en anden type usikkerhed om de strukturelle niveauer, end den der blev diskuteret i første del af afsnittet, som relaterer sig til beregningen historisk set. Først diskuteres mulige effekter på den strukturelle arbejdsstyrke og ledighed, hvorefter mulige effekter på produktiviteten diskuteres.

7) Strukturelt BNP er i nærværende prognose dog korrigeret for effekten af de coronarelaterede nedlukninger i 2020 og 2021 på samme vis som i prognoser fra *Dansk Økonomi, forår 2021* og frem.

Pandemien kan have påvirket strukturel arbejdsstyrke

Strukturel arbejdsstyrke kan være reduceret pga. pandemien

Coronapandemien medførte i mange lande betydelige stigninger i ledigheden og fald i beskæftigelsen. I nogle lande, herunder Danmark, er beskæftigelsen siden steget og ligger betydeligt over niveauet forud for pandemien. I andre lande, eksempelvis USA, er beskæftigelsen endnu ikke tydeligt over niveauet forud for pandemien. Udviklingen i USA har igangsat en debat om, hvorvidt amerikansk arbejdsmarkedsdeltagelse er mere varigt påvirket af pandemien. Eksempelvis kan der findes tegn på, at arbejdsstyrken er reduceret mere varigt som følge af lavere erhvervsdeltagelse blandt personer, der har været smittet med covid-19, jf. Goda og Soltas (2022).

Indikatorer peger i retning af, at arbejdsstyrken er reduceret i USA, …

Vurderingen af den strukturelle beskæftigelse er væsentlig for vurderingen af det samlede kapacitetspres. Hvis der ikke tages højde for lavere erhvervsdeltagelse i fastlæggelsen af den strukturelle beskæftigelse, vil kapacitetspresset alt andet lige undervurderes i en højkonjunktur. En fejlagtig vurdering af kapacitetspresset kan være medvirkende til, at den økonomiske politik i USA var lempelig i længere tid, end det retrospektivt vurderes at have været hensigtsmæssigt. En række indikatorer peger i retning af, at presset på det amerikanske arbejdsmarked de seneste år er steget betydeligt på trods af, at beskæftigelsen kun er på omtrent samme niveau som forud for pandemien. Billedet af et stort kapacitetspres understøttes af, at beregninger af den såkaldte efficiente ledighed peger i retning af, at det amerikanske arbejdsmarked har været over fuld beskæftigelse siden midten af 2021, svarende til at beskæftigelsesgap burde have været positivt, jf. Michaillat og Saez (2022).

… men det samme gælder ikke for Danmark

I Danmark er både beskæftigelse og arbejdsstyrke steget markant efter coronapandemien, og der er ikke umiddelbart tegn på, at arbejdsstyrken er reduceret varigt som følge af pandemien.

Reallokering – mulige effekter på strukturel ledighed

Reallokering kan påvirke strukturel ledighed

Såvel pandemien som de markant højere energipriser har øget kravene til økonomiens omstillingsevne. Mange mistede deres job under pandemien, særligt i servicebrancherne, og der opstod derfor et behov for, at de skulle finde beskæftigelse i andre virksomheder og brancher. Det bidrog sandsynligvis til, at der i en periode var større udfordringer på arbejdsmarkedet med at matche arbejdsløse og ledige job. Såfremt der er sket et skift i matchningen på arbejdsmarkedet kan det øge den strukturelle ledighed, enten i en periode eller mere varigt. Hertil kommer, at den strukturelle ledighed kan påvirkes gennem hystereseeffekter, når der er et betydeligt reallokeringsbehov i økonomien.

Pandemien kan have ført til matchning-problemer, …

Sammenhængen mellem antallet af ledige stillinger og ledigheden beskrives ofte i den såkaldte Beveridgekurve, jf. også diskussionen i afsnit II.5. I Danmark er der tegn på, at sammenhængen har været forskudt de seneste år, så der har været flere ledige stillinger for en given ledighed. En sådan forskydning er umiddelbart et tegn på, at der er opstået matchning-problemer på arbejdsmarkedet svarende til, at den strukturelle ledighed er øget.

… men ikke tegn på mismatch på det danske arbejdsmarked

Det er forbundet med usikkerhed at vurdere, om Beveridgekurven er skiftet svarende til højere strukturel ledighed, eller om der snarere er tale om en bevægelse langs kurven. For USA argumenterer Rodgers og Kassens (2022) eksempelvis for et skift i kurven svarende til højere strukturel ledighed, mens Bok mfl. (2022) argumenterer for, at der er sket en bevægelse langs kurven. For euroområdet kan der findes tegn på, at forskydningen af Beveridgekurven og matchning-problemer på arbejdsmarkedet efter pandemien var af begrænset og midlertidig karakter, jf. Kiss mfl. (2022). For Danmark har Danmarks Nationalbank (2022c) fundet tegn på, at Beveridgekurven er forskudt lidt i retning af en højere strukturel ledighed, men der findes ikke samtidig tegn på forringet matchning på arbejdsmarkedet

Reallokering giver risiko for hystereseeffekter

Store og pludselige behov for omstilling kan være forbundet med både betydelige tilpasningsomkostninger og potentielt længerevarende effekter. Skift i erhvervsstrukturen kan indebære, at der i en periode vil være et dårligere match mellem medarbejdernes kompetencer og de kompetencer, som virksomhederne efterspørger. Det kan betyde, at det tager længere tid for ledige at finde job, hvilket vil øge ledigheden. Hvis den højere ledighed bliver længerevarende, er der en risiko for, at det kan føre til varige tab af humankapital blandt de ledige og derigennem lavere produktivitet og arbejdsmarkedstilknytning (såkaldt hysterese). Situationen på arbejdsmarkedet vendte hurtigt efter coronapandemien, hvilket taler for, at der ikke vil følge store, negative hystereseeffekter af pandemien, jf. også *Produktivitet 2022*. Det kan imidlertid ikke udelukkes, at effekten af de aktuelt høje energipriser kan føre til en længere periode med høj ledighed, og at der for nogle grupper opstår en stigning i langtidslediglheden, som sætter sig i højere strukturel ledighed.

Reallokering – mulige effekter på produktivitet

Reallokering kan give lavere strukturel produktivitet

Omstillingen til ændret efterspørgsel og nye relative priser som følge af de seneste års udbudsstød kan også give anledning til et produktivitetstab i den periode, hvor omstillingen sker, som ikke nødvendigvis indhentes i de efterfølgende år. Reallokeringen kan dermed føre til lavere strukturel produktivitet på længere sigt, mens produktivitetsvæksten alt andet lige kun sænkes i omstillingsperioden.

Analyser peger på produktivitets-effekter af prisstød

Hvis de nuværende høje energipriser varer ved, vil det med stor sikkerhed også reducere produktiviteten, fordi virksomhederne vil bruge ressourcer på at spare på energien, som derfor ikke kan benyttes på selve produktionsprocessen, jf. eksempelvis *Økonomi og Miljø 2014* og *2020*. Analyser i *Produktivitet 2022* viste, at virksomheder, der rammes af positive udbudsstød i form af forbedrede muligheder for at importere billige produktionsinput, øger deres produktivitet. I den nuværende situation, hvor virksomhedernes rammes af negative udbudsstød i form af stigende omkostninger, er det på den baggrund muligt, at deres produktivitet falder.

International arbejdsdeling – mulige effekter på produktivitet

International arbejdsdeling kan blive påvirket …

Coronapandemien og energikrisen kan også påvirke den internationale arbejdsdeling negativt. Højere transportomkostninger og øget opmærksomhed på forstyrrelser af forsyningskæderne bidrager til at svække arbejdsdelingen på tværs af landegrænser. En del af forsyningsforstyrrelserne synes at være midlertidige, og der er tegn på, at presset på forsyningskæderne er ved at aftage, jf. afsnit II.2. Det kan dog ikke udelukkes, at virksomhederne trods dette vælger at hjemtage dele af deres produktionsprocesser, fordi der er opstået en forventning om hyppigere forstyrrelser i fremtiden. Hjemtagelse af dele af produktionen mindsker gevinsten ved specialisering og kan øge de risici, virksomhederne står overfor, fordi der bliver mindre diversificering af produktionsprocessen, jf. Caselli mfl. (2020). Omvendt kan de seneste års erfaringer tilskynde virksomhederne til i højere grad at diversificere såvel leverandører som egne produkter og aftagermarkeder for netop at mindske risikoen for forsyningsforstyrrelser. Det kan gøre virksomhederne mindre sårbare overfor forstyrrelser, der forstærkes gennem forsyningskæderne.

… med modsatrettede effekter på produktiviteten

En undersøgelse blandt DI's medlemsvirksomheder peger i retning af, at der er flere virksomheder, der forventer at øge antallet af underleverandører, end virksomheder der vil flytte produktionen tættere på (eller hjem til) Danmark, jf. DI (2022a). Omstillingen til flere leverandører og

flere produkter kan reducere produktiviteten i en periode, når produktionen skal omstilles. Hvis forventningen om, at der vil opstå flere forsyningskædeforstyrrelser i fremtiden viser sig at være berettiget, kan det omvendt bidrage positivt til produktiviteten, hvis virksomhedernes risikoafdækning fører til, at de sjældnere kommer til at stå overfor perioder med pludselig mangel på materialer og halvfabrikata.

Virksomheder forventer mindre rejseaktivitet

DI's undersøgelse blandt danske virksomheder viser også, at en betydelig del af virksomhederne forventer mindre rejseaktivitet fremover. Såfremt digital kommunikation ikke er en perfekt substitut for fysiske møder, kan dette føre til mindsket vidensdeling på tværs af lande, hvilket alt andet lige vil trække i retning af en svækket produktivitetsudvikling, jf. Andersen og Dalgaard (2011).

Ændrede arbejdsmønstre kan påvirke produktiviteten

Stød kan fremskynde ændringer

Pandemien og de højere energipriser kan også tænkes at fremskynde ændringer, som måske ville være kommet under alle omstændigheder, men først på et senere tidspunkt. Pandemien kan eksempelvis have fremskyndet digitaliseringen og øget omfanget af hjemmearbejde, mens de høje energipriser kan fremskynde den grønne omstilling. Fremskyndede omstillinger kan i princippet fremskynde produktivitetsforbedrende ændringer.

Øget digitalisering kan øge produktiviteten

Omfanget af digitale møder er steget, og undersøgelser tyder på, at digitale møder for op til ti personer kan være mere effektive end fysiske møder, jf. Bloom mfl. (2022b). En forudsætning for effektive digitale møder er, at internetforbindelsen er god. Det taler for, at digitale møder alt andet lige fungerer bedre i digitaliserede samfund som det danske. Der er også tegn på, at digitaliserede økonomier har klaret sig bedre gennem pandemien, jf. Danmarks Nationalbank (2021). Såfremt pandemien er med til at accelerere den digitale omstilling yderligere, kan det øge produktivitetsvæksten på længere sigt, jf. ECB (2020).

Produktivitetseffekter af hjemmearbejde kan være positive

Under pandemien har hjemmearbejde været anvendt i udbredt grad i både den private og den offentlige sektor. De seneste opgørelser fra Danmarks Statistik viser, at omfanget af hjemmearbejde på det seneste er faldet, men er forblevet på et højere niveau end før pandemien, jf. Danmarks Statistik (2022). En undersøgelse fra DI (2022b) peger på, at ¾ af virksomhederne nu tilbyder mere hjemmearbejde end forud for pandemien. 40 pct. af disse virksomheder angiver højere produktivitet som en af årsagerne til de forøgede muligheder for hjemmearbejde. Et nyere studie af Bloom mfl. (2022a) analyserer forskellen mellem medarbejdere, der er tilfældigt udvalgt til at arbejde hjemmefra to

dage om ugen og medarbejdere, der fortsat arbejder fuld tid fra kontoret, og finder små, men positive produktivitetseffekter af hjemmearbejde.

OPSUMMERING

Usikkerhed om det aktuelle strukturelle niveau, …

Fastlæggelsen af de strukturelle niveauer er centrale for vurderingen af kapacitetspresset i økonomien samt velstandsudviklingen. De strukturelle niveauer kan ikke observeres, men må i stedet beregnes og fremskrives på baggrund af den historiske udvikling og økonomiske sammenhænge. Usikkerheden forbundet med vurderingen af de aktuelle strukturelle niveauer trækker formentlig i retning af, at det strukturelle niveau for arbejdsstyrken og dermed beskæftigelsen aktuelt kan være undervurderet.

… og om det fremtidige

I tillæg til at beregningen af de aktuelle strukturelle niveauer er forbundet med usikkerhed, er der usikkerhed om udviklingen i de kommende år. Flere forhold taler for, at der kan opstå længerevarende effekter på både beskæftigelse og produktivitet af de seneste års udefrakommende stød til dansk økonomi. Der er fortsat betydelig usikkerhed om energiforsyningen i Danmark og det øvrige Europa, og effekterne heraf kan vise sig at blive af mere længerevarende karakter, end effekterne af coronakrisen umiddelbart ser ud til at blive. Negative produktivitetseffekter af energiforsyningskrisen trækker umiddelbart i retning af et lavere niveau for strukturelt BNP frem mod 2030. Omvendt kan øget digitalisering og diversificering øge produktiviteten strukturelt. Som følge af den betydelige usikkerhed er de strukturelle niveauer i fremskrivningen dog ikke justeret for eventuelle længerevarende effekter af de højere energipriser.

II.7 OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2030

Indhold i afsnit

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2030. Først ses der på udviklingen i de offentlige indtægter og udgifter samt den faktiske offentlige saldo, hvorefter den strukturelle saldo vurderes. Til slut vurderes aktivitetsvirkningen af det præsenterede finanslovsforslag for 2023 inklusiv aftalen om vinterhjælp. I boks II.12 beskrives de væsentligste forudsætninger for fremskrivningen, der er nærmere uddybet i baggrundsnotat til offentlige finanser.

BOKS II.12 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR DE OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtaget politik. Det indebærer, at der indarbejdes gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomster. Det er forudsat, at forslag til udgiftslofter for 2022-26 anvendes fuldt ud, selvom de endnu ikke er vedtaget ved lov. Der indarbejdes desuden politiske aftaler, der endnu ikke er vedtaget ved lov, herunder aftalen om vinterhjælp fra 23. september.

Konsekvenserne af politiske målsætninger indarbejdes i takt med, at der aftales konkrete initiativer til at opnå disse målsætninger. Der er således kun indarbejdet udgifter og indtægter knyttet til at indfri målsætningen om at reducere udledning af CO_2 med 70 pct. i 2030, hvor der er aftalt konkrete initiativer. Den resterende del af målsætningen er ikke indarbejdet.

Centrale forudsætninger:

- I 2022 følger det nominelle og reale offentlige forbrug eksklusiv afskrivninger skønnet i *Økonomisk Redegørelse, august 2022*. I 2023 følger det offentlige forbrug som udgangspunkt skønnet i *Økonomisk Redegørelse, august 2022*. Der er dog korrigeret som følge af aftalen om vinterhjælp, og det er forudsat, at de uudmøntede dele af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19 anvendes til offentligt forbrug. Endvidere er priserne opjusteret i forhold, da det forventes, at de høje priser vil medføre en efterregulering af de offentlige budgetter i løbet af 2023. Kommer denne efterregulering ikke vil væksten i det offentlige forbrug blive lavere. For perioden 2024-26 afspejler udviklingen i det reale offentlige forbrug udgiftslofterne, hvor det er forudsat, at reserverne til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19 og vedrørende etablering af en grøn fond anvendes til offentligt forbrug.
- De offentlige investeringer følger i 2022 og 2023 skønnet fra *Økonomisk Redegørelse, august 2022*, dog er de offentlige investeringer i 2023 nedjusteret som følge af aftalen om vinterhjælp. Fra 2024 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en omtrent konstant andel af BNP svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19.

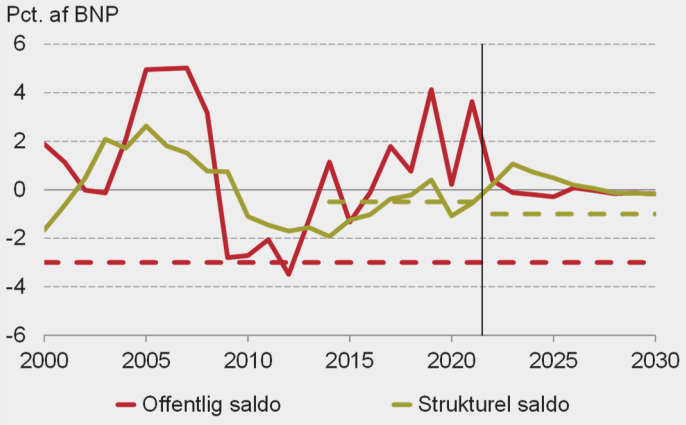
FAKTISK SALDO FREM MOD 2030

Stort overskud i 2021 ændres til omtrent balance mod 2030

Der var et stort overskud på godt 3½ pct. af BNP på den offentlige saldo i 2021 på trods af store midlertidige udgifter knyttet til håndteringen af covid-19. Dette overskud var dog drevet af nogle midlertidige forhold som følge af blandt andet høje indtægter fra skatter knyttet til de finansielle markeder og skat på udbetaling af feriepenge. Det forventes, at overskuddet reduceres kraftigt til omkring balance i år og frem mod 2030, jf. figur II.36.

FIGUR II.36 DEN OFFENTLIGE SALDO

De store overskud på den offentlige saldo reduceres, og der ventes omtrent balance på den offentlige saldo frem mod 2030.



Anm.: Den grønne stiplede linje angiver grænsen for den strukturelle saldo i budgetloven. Grænsen er ændret i juli 2022. Den røde stiplede linje er grænsen for underskuddet på den offentlige saldo fra stabilitets- og vækstpagten.

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

Udgifter og indtægter reduceres i 2022, da midlertidige forhold forsvinder, …

I 2022 ventes et usædvanligt stort fald i både de offentlige indtægter og udgifter. De offentlige indtægter reduceres fra 52½ til knap 46 pct. af BNP, og de offentlige udgifter reduceres fra 49 til 45½ pct. af BNP, jf. tabel II.3. Både indtægter og udgifter var usædvanligt høje i 2021 som følge af midlertidige forhold. Udgifterne var høje som følge af store udgifter knyttet til håndtering af covid-19. Der var fortsat betydelige udgifter knyttet til håndtering af covid-19 i starten af 2022, men de var mindre end i 2021. Tilsvarende var der nogle høje indtægter i 2021, der var drevet af midlertidige forhold. Personskatterne var høje, da der blev fremrykket skattebetalinger knyttet til udbetalingen af de indfrosne feriepenge, desuden var der et højt provenu fra pensionsafkastskatten, aktieindkomstskatten og selskabsskatten. Indtægten fra disse skattekilder ventes at falde tilbage til et mere normalt niveau i 2022.

… og som konsekvens af beskeden prisudvikling for offentlige udgifter, …

Den høje inflation i 2022 er særligt drevet af prisudviklingen på landbrugsvarer, energi og søtransport. Disse brancher er med til at hæve nominelt BNP, mens prisudviklingen for de offentlige udgifter ikke stiger i samme takt, da der er en beskeden fremgang i de offentlige lønninger, hvilket holder prisudviklingen på det offentlige forbrug nede. Udgifterne til overførselsindkomster vokser også forholdsvis langsomt, da stigningen i satserne for overførselsindkomster i 2022 afhænger af udviklingen i de private lønninger i 2020. De offentlige udgifter følger altså ikke de samlede prisstigninger på kort sigt.

… og endelig pga. beskedne skatteindtægter fra søtransport

Indtægterne følger normalt udviklingen i nominelt BNP, men det er kun i mindre omfang tilfældet i år, da en forholdsvis stor del af fremgangen i nominelt BNP stammer fra søtransport. Søtransport er karakteriseret ved, at der kun er få ansatte, hvorfor den høje indtægt i branchen ikke øger personskatterne. Samtidigt er branchen også underlagt særlige skatteforhold i form af tonnagebeskatning, så selskabsskatterne også kun i meget begrænset omfang bliver øget som følge af den høje indtægt i branchen. Det er med til at reducere fremgangen i de offentlige indtægter sammenlignet med udviklingen i nominelt BNP.

Inflation har begrænset betydning for saldoen i 2022, …

Den offentlige saldo er kun i mindre grad påvirket af inflation i år, da lønstigningerne ikke er fulgt med prisstigningerne op. Indtægterne fra personskatter er altså kun i beskedent omfang påvirket af inflationen. Indtægten fra moms ændres kun i det omfang, at husholdningerne har øget forbrugskvoten som følge af højere priser, mens indtægten fra punktafgifter falder, da energiforbruget er reduceret som følge af prisstigninger.

… men forbedrer den offentlige saldo i 2023 og 2024 …

I 2023 ventes de private lønstigninger at tiltage, mens de offentlige lønstigninger er lave, da de følger de gældende overenskomster. Samtidigt reguleres overførselsindkomsterne i 2023 efter de private lønstigninger i 2021. De offentlige indtægter bliver altså forbedret, mens udgifterne kun stiger i mindre omfang. Samlet set vil de høje lønstigninger isoleret set forbedre den offentlige saldo med ca. ½ pct. af BNP i 2023 og 2024.

… frem mod 2030 forsvinder den midlertidige forbedring

I de følgende år vil de offentlige lønninger og overførselsindkomsterne blive reguleret efter den historiske udvikling i de private lønninger. Derfor forsvinder forbedringen af den offentlige saldo i de efterfølgende år og i 2030 er der ingen nævneværdig effekt af de midlertidigt højere pris- og lønstigninger, der ventes i 2022 og 2023.

TABEL II.3 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

	2021	2022	2023	2024	2025	2030
			Pct. af BNP			
Personskatter mv.[a)]	24,5	22,7	22,7	22,8	23,2	23,4
Aktieskat	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Selskabsskat	3,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7
Nordsøbeskatning	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Pensionafkastbeskatning	2,5	0,2	0,5	0,7	0,8	0,8
Afgifter[b)]	15,7	15,1	15,0	14,9	15,0	15,3
Øvrige indtægter	4,4	4,1	4,1	4,3	4,4	4,4
Indtægter i alt[c)]	52,4	45,9	46,1	46,6	47,3	47,8
Offentligt forbrug[d)]	24,3	23,1	23,3	24,0	24,3	24,6
Offentlige investeringer[e)]	3,4	3,2	3,4	3,4	3,5	3,5
Indkomstoverførsler	15,5	14,4	14,9	15,3	15,6	15,9
Øvrige udgifter[f)]	6,0	4,9	5,0	4,5	4,5	4,3
Udgifter i alt[c)]	49,2	45,6	46,6	47,2	47,8	48,3
Primær saldo	3,2	0,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4
Nettorenteindtægter	0,4	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3
Offentlig saldo	3,6	0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Strukturel saldo[g)]	-0,6	0,2	1,1	0,7	0,5	-0,2
ØMU-gæld	36,6	35,2	35,2	35,8	36,4	37,6
			Mia. kr.			
Offentlig saldo	91,0	10,4	-3,3	-5,7	-8,5	-5,9
			Realvækst, pct.			
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	4,7	0,7	-0,7	0,9	1,2	0,9
Off. investeringer ekskl. F&U	1,3	-3,0	0,7	3,9	3,5	1,5

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

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter bl.a. grundskyld.

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

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

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

f) Posten indeholder bl.a. subsidier og kapitaloverførsler.

g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Anm.: Oplysninger om personskatter og aktieindkomstskat fra ADAM's databank fra juli er opdateret på baggrund af oplysninger fra Danmarks Statistik om reviderede skatteindtægter fra september.

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

Lavt provenu fra pensionsafkast-skatten i 2022

Indtægterne fra pensionsafkastskatten (PAL) var meget høj i 2021 og har generelt givet et højt provenu igennem en længere årrække. Indtægterne fra PAL er dog meget afhængige af udviklingen på de finansielle markeder, hvor selv små ændringer i renten kan påvirke de faktiske indtægter. I et år hvor renten falder, vil kurserne på lange obligationer stige, hvilket giver nogle store kursgevinster på den store pensionsformue i Danmark, og disse gevinster beskattes. Modsat går det når renten stiger, som det har været tilfældet i år. Så kommer der store kurstab i pensionskasserne, og indtægten fra PAL falder ned tæt på nul. Det er forudsat, at der kommer et par år med et lavt provenu fra PAL-skatten som følge af en stigende rente, mens provenuet vil bevæge sig op mod det strukturelle niveau i de følgende år og være omkring 0,8 pct. af BNP frem mod 2030.

Indkomstoverførsler stiger mod 2030

Det ventes, at overførselsindkomsterne som andel af BNP vil reduceres i både 2022 og 2023, hvilket som nævnt ovenfor skyldes, at indkomstoverførslerne reguleres med en vis forsinkelse i forhold til de private lønninger. Denne forsinkelse i reguleringen vil blive indhentet efterfølgende. Det er medvirkende til, at indkomstoverførslerne vil stige gradvist frem mod 2030 som andel af BNP. Indkomstoverførslerne trækkes også op af en stigning i antallet af pensionister.

Faldende energiforbrug reducerer afgifterne

Der er et betydeligt fald i indtægten fra afgifter i 2022, hvilket særligt skyldes et fald i indtægten fra energiafgifter, mens momsen udgør en stort set konstant andel af BNP. De faldende indtægter fra energiafgifter i 2022 skyldes primært, at det er forudsat, at forbruget af energi falder som følge af de høje priser på energi. Energiafgifter betales for den benyttede mængde af energiprodukter, hvorfor statens indtægter falder, når forbruget af energi falder. I aftalen om vinterhjælp er det besluttet midlertidigt at sænke afgiften på el i første halvår 2023, hvilket yderligere reducerer indtægterne fra energiafgifter. Frem mod 2030 ventes indtægterne fra energiafgifter at stige, dels som følge af, at afgifterne på el igen hæves, dels som følge af at det er forudsat, at priserne på energi falder tilbage, jf. afsnit II.3, hvilket ventes at øge forbruget.

NY UNDERSKUDSGRÆNSE OG FORSVARSAFTALE

Underskudsgrænse og mål øget fra 1. juli 2022

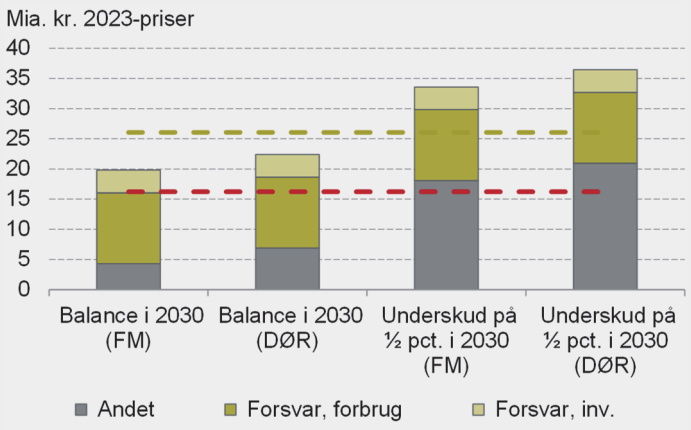
Budgetlovens underskudsgrænse blev fastsat til 0,5 pct. af BNP ved budgetlovens vedtagelse. Underskudsgrænsen er efterfølgende ændret til 1,0 pct. af BNP med virkning fra 1. juli 2022. Det er også i *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* aftalt, at der sigtes efter et underskud på den strukturelle saldo på ca. 0,5 pct. af BNP mod 2033.

Underskud øger finanspolitisk råderum hos Finansministeriet

Fastsættelsen af saldomålsætningen har direkte betydning for, hvilke muligheder der er for at øge det offentlige forbrug, de offentlige investeringer, sænke skatten eller gennemføre andre typer af tiltag frem mod 2030 i Finansministeriets fremskrivning. Det skyldes, at større underskud øger det samlede finanspolitiske råderum mod det mellemfristede år. I tidligere mellemfristede planer var der et mål om balance. Det finanspolitiske råderum hos Finansministeriet frem mod 2030 øges ca. 14 mia. kr. i 2023-priser, når der sigtes efter underskud på 0,5 pct. af BNP set i forhold til en balancemålsætning, jf. figur II.37.

FIGUR II.37 UDVIKLING I DET OFFENTLIGE FORBRUG

Den mulige vækst i det offentlige forbrug i perioden 2025-30 øges når der er et underskud på ½ pct. af BNP i 2030.



Anm.: Skønnet for udgifterne til forsvaret er baseret på Finansministeriets skøn i *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026*. I beregningen antages det, at de offentlige investeringer er løftet med 3¾ mia. kr. i forhold til grundforløbet, svarende til Finansministeriets antagelse i 2030-planforløb. Den røde stiplede linje angiver det demografiske træk, mens den grønne stiplede linje angiver det demografi- og velstandskorrigerede træk i nærværende fremskrivning.

Kilde: *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026* og egne beregninger.

Der er ingen saldomålsætning i denne fremskrivning

I nærværende fremskrivning er der ikke underskud på den offentlige saldo på 0,5 pct. af BNP i 2030, da der ikke indarbejdes politiske målsætninger i fremskrivningen. Opgørelsen af den offentlige saldo i 2030 fremkommer således som en konsekvens af det beregningstekniske forløb der er for blandt andet det offentlige forbrug efter det sidste år

med udgiftsloft, der aktuelt er 2026. I nærværende fremskrivning er den offentlige saldo i 2030 bedre end Finansministeriets, men det skyldes blandt andet, at væksten i det offentlige forbrug efter 2026 er lavere i end i Finansministeriets fremskrivning, og der er ikke i nærværende fremskrivning afsat midler til ekstra investeringer på forsvarsområdet. Skal der være den samme saldo i 2030 i de to fremskrivninger og samme investeringer på forsvarsområdet, bliver der en lidt højere vækst i det offentlige forbrug fra 2025-30 i forløbet i nærværende fremskrivning.

Demografi og forsvarsudgifterne presser de offentlige finanser

Et større finanspolitisk råderum kan være hensigtsmæssigt i en periode, hvor demografien og forsvarsudgifter presser de offentlige budgetter. Det demografiske pres skyldes navnligt, at der kommer flere ældre. Den forventede stigning i forsvarsudgifterne kan tilskrives, at der i foråret er indgået en aftale om at hæve forsvarsudgifterne, så de vil udgøre 2 pct. af BNP i 2033. Der er endnu ikke nogen egentlig forsvarsaftale, så der er ikke besluttet konkrete forsvarsudgifter frem mod 2033. I *Planforløb 2030: Grundlag for udgiftslofter for 2026* har Finansministeriet lagt til grund, at forsvarsudgifterne indfases lineært mod 2033. Det er endvidere forudsat, at de samlede udgifter i 2030 er 15½ mia. kr., der er fordelt med 11¾ mia. kr. som forbrug og 3¾ mia. kr. som investeringer.

Forsvarsaftalen har ikke ændret skøn for holdbarhed strukturel saldo i 2030

I denne fremskrivning indarbejdes kun konsekvenser af besluttet politik. For det offentlige forbrug indebærer det i praksis, at der indarbejdes de besluttede udgiftslofter. Efter det sidste år med udgiftslofter fremskrives det offentlige forbrug i denne fremskrivning efter tekniske principper, hvor det følger det demografi- og velstandskorrigerede træk. Der indarbejdes i nærværende fremskrivning ikke konsekvenser af politiske målsætninger, hverken målsætningen om at hæve forsvarsudgifterne eller målsætningen om, at der skal være et underskud på ½ pct. af BNP i 2030. I nærværende fremskrivning får forsvarsaftalen således ingen konsekvenser for hverken holdbarhed eller saldoskøn i 2030. Konsekvenser vil først blive indarbejdet i takt med, at nye udgiftslofter indeholder de besluttede forsvarsudgifter. Øges forsvarsudgifterne som beskrevet i *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter*, vil det i forhold til nærværende fremskrivning enten svække saldoen i 2030 eller medføre, at der skal omprioriteres i det offentlige forbrug fra andre udgifter til øgede forsvarsudgifter.

Heller ingen ændringer hos Finansministeriet

Finansministeriets fremskrivninger indarbejder politiske målsætninger for den offentlige saldo. I fremskrivningen i *Danmarks Konvergensprogram 2022* var der således en målsætning om, at der skulle være balance på den strukturelle saldo i 2025, mens der endnu ikke var indarbejdet en målsætning for den strukturelle saldo i 2030. Efter 2025

fulgte fremskrivningen i *Danmarks Konvergensprogram 2022* fremskrivningstekniske principper, der minder om dem, der også anvendes i nærværende fremskrivning. Finansministeriets fremskrivning resulterede i et underskud på den strukturelle saldo i 2030 på 0,5 pct. af BNP. Fremskrivningen i *2030-planforløb: Grundlag for Udgiftslofter* indarbejder for første gang den nye målsætning om et underskud på den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP i 2030. Men eftersom denne saldomålsætning svarer præcist til det beregningstekniske forløb i *Danmarks Konvergensprogram 2022*, er der isoleret set ingen konsekvenser for holdbarhed eller strukturel saldo i 2030 af at indarbejde den nye målsætning.

DEN STRUKTURELLE SALDO MOD 2030

Strukturel saldo tager højde for konjunkturudsving

Den offentlige saldo svinger meget som følge af konjunkturerne, og den er derfor ikke særlig anvendelig til at vurdere de offentlige finansers underliggende tilstand. For bedre at kunne vurdere, hvordan de offentlige finanser udvikler sig, betragtes i stedet den strukturelle saldo, hvor der tages højde for konjunkturernes betydning for den offentlige saldo. Der korrigeres også for visse andre poster, der kan svinge meget fra år til år som blandt andet PAL-skatten og aktieindkomstskatten.

Strukturel saldo i budgetloven sænket i juli …

Da budgetloven blev vedtaget, blev der indført en lovfastsat grænse for den strukturelle saldo, hvor underskuddet ikke måtte være større end 0,5 pct. af BNP ved fremsættelse af forslaget til finanslov, medmindre der var exceptionelle omstændigheder, jf. boks II.13. Denne grænse er som nævnt blevet ændret til et underskud på 1 pct. af BNP fra juli 2022. Fra og med forslaget til finanslov for 2023 er det således denne nye grænse, der skal vurderes.

… og grænsen vurderes overholdt

I denne fremskrivning, der har indarbejdet regeringens forslag til finanslov for 2023, vurderes det, at der vil være et overskud på den strukturelle saldo i 2023 på 0,9 pct. af BNP. Der er således udsigt til, at grænsen i budgetloven vil blive overholdt. I årene fremover svækkes saldoen gradvist til et underskud på 0,1 pct. af BNP i 2030.

BOKS II.13 EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER I EU I 2023

Stabilitets- og vækstpagtens samt finanspagtens regler foreskriver, at grænsen for den strukturelle saldo skal overholdes hvert år. Der kan dog afviges fra de generelle saldogrænser i tilfælde af exceptionelle omstændigheder i form af en dyb lavkonjunktur eller andre forhold uden for statens kontrol med en væsentlig betydning for de offentlige finanser.

Efter udbruddet af covid-19 i 2020 vurderede EU-Kommissionen, at EU som helhed var ramt af en dyb lavkonjunktur, og der blev erklæret exceptionelle omstændigheder i EU som følge af en dyb lavkonjunktur, hvilket EU's ministerråd tiltrådte. Det indebar, at EU-landene kunne overskride de normale saldogrænser i stabilitets- og vækstpagten uden, at der blev indledt en procedure for uforholdsmæssigt store underskud.

EU-Kommissionen har efterfølgende vurderet, at der også var exceptionelle omstændigheder som følge af en dyb lavkonjunktur i EU i 2021 og 2022. I foråret 2022 var der udsigt til, at EU-Kommissionen ville ophæve suspensionen af saldogrænserne som følge af en lavkonjunktur. I maj udsendte EU-Kommissionen imidlertid en meddelelse, hvor det blev erkæret, at der fortsat var exceptionelle omstændigheder som følge af en dyb lavkonjunktur, jf. EU-Kommissionen (2022b). Der var imidlertid ikke tale om en traditionel lavkonjunktur, der kan opgøres statistisk som lav vækst i BNP, men mere en forøget usikkerhed, der kan medføre en risiko for en fornyet lavkonjunktur.

EU-Kommissionen har vurderet, at der er exceptionelle omstændigheder som følge af klausulen om en dyb lavkonjunktur. Der er altså ikke foretaget en vurdering af, hvorvidt krigen i Ukraine i sig selv kan udgøre en exceptionel omstændighed. Dette har ikke været nødvendigt, da det er vurderet, at der er en situation med en dyb lavkonjunktur.

Det Europæiske Finanspolitiske Råd (EFB) har i deres vurdering af finanspolitikken fra juli bemærket, at det er uhensigtsmæssigt, at EU-Kommissionen fortsat har tilladt overskridelser af saldogrænsen med henvisning til en forøget usikkerhed, jf. EFB (2022). EFB vurderer, at det havde været passende afstemt finanspolitik at påbegynde en konsolidering af de offentlige finanser i EU, så der ville ske en gradvis genopretning af de offentlige saldi i en lang række lande. Når vurderingen af den finanspolitiske impuls er høj, så skyldes det blandt andet, at der kommer en række ekstra midler ud i EU-lande som følge af den europæiske genopretningsfond.

Større strukturelle underskud i 2014-19 end hos Finansministeriet

Det vurderes, at de strukturelle underskud i perioden 2014-19 er noget større end vurderet af Finansministeriet, jf. figur II.38. Det skyldes særligt tre forhold. For det første har der været betydelige tab i SKAT som følge af problemer med deres inddrivelsessystem. Nogle af disse tab har Finansministeriet korrigeret for i deres opgørelse af den strukturelle saldo som engangsforhold, hvilket styrker deres opgørelse af den strukturelle saldo relativt til denne opgørelse, hvor tabene ikke betragtes som et engangsforhold. For det andet er der en forskel i behandlingen af indtægterne fra nordsøbeskatningen, hvor faldet i olieprisen

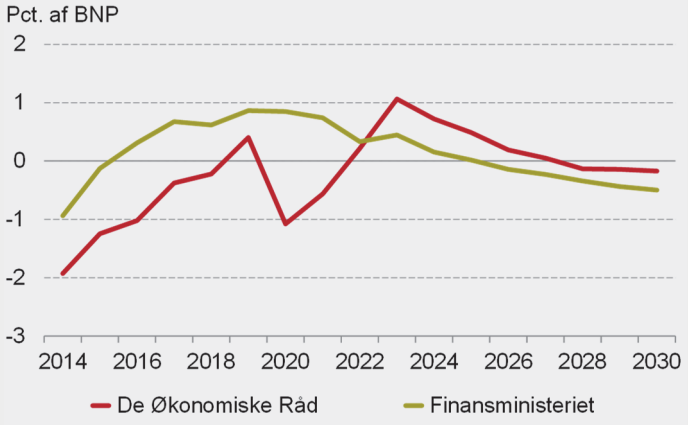
fra 2014 hurtigere blev indarbejdet i denne opgørelse af den strukturelle saldo end hos Finansministeriet. For det tredje skønnes den strukturelle beskæftigelse i 2014 i denne fremskrivning at være knap 30.000 personer lavere end Finansministeriets skøn for 2014, mens skønnet for 2019 kun er lidt lavere i nærværende fremskrivning end hos Finansministeriet. Forskellen på skønnet for den strukturelle saldo mellem denne fremskrivning og Finansministeriet indsnævres således fra 2014 til 2019.

Fremadrettet ventes en bedre saldo end Finansministeriet skønner

I 2020-21 vurderes den strukturelle saldo i nærværende fremskrivning at være væsentligt svagere end i Finansministeriets opgørelse. Det kan primært tilskrives en forskellig behandling af udgifter knyttet til covid-19. Fra 2023 forsvinder denne forskel, og i denne fremskrivning vurderes den strukturelle saldo at være bedre end skønnet hos Finansministeriet, jf. figur II.38.

FIGUR II.38 STRUKTUREL SALDO MOD 2030

Den strukturelle saldo vurderes lidt bedre frem mod 2030, end det er tilfældet hos Finansministeriet.



Kilde: *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026, Finansministeriet* og egne beregninger.

Hovedparten af forskellen skyldes forskellige vurderinger af realøkonomien

I de næste år er der en ret forskellig vurdering af, hvordan realøkonomiske forhold vil udvikle sig i denne fremskrivning og hos Finansministeriet. Der er særligt to forhold, der er af stor betydning. For det første er det i denne fremskrivning vurderet, at den gennemsnitlige arbejdstid vil være højere end vurderet af Finansministeriet. Det gør sig særligt

gældende i 2023, men det gælder generelt i hele fremskrivningen. For det andet er der en betydelig forskel i vurderingen af den private lønstigning, hvor det i denne fremskrivning vurderes, at den private timeløn vil stige med 3¾ pct. i 2022 og 5 pct. i 2023. Her vurderer Finansministeriet, at lønnen kun vil stige med 3,6 pct. begge år. Det forbedrer midlertidigt den strukturelle saldo i denne fremskrivning relativt til Finansministeriet, da de offentlige skatteindtægter følger den private løn op, mens de offentlige udgifter vokser langsommere, da overførselsindkomsterne først reguleres med to års forsinkelse, og de offentlige lønstigninger reguleres først et år efter de private lønstigninger. Det giver et ganske stort bidrag til den strukturelle saldo i 2023.

Vurdering af skat knyttet til de finansielle markeder trækker ned

I denne fremskrivning vurderes provenuet fra skatter, der er knyttet til de finansielle markeder at give et lavere strukturelt provenu end skønnet af Finansministeriet. Der ventes særligt et lavere provenu fra PAL-skatten, mens der også vurderes et lavere provenu fra aktieindkomstskatten, jf. tabel II.4. Samlet set forbedrer de realøkonomiske forskelle i fremskrivningerne den strukturelle saldo i nærværende fremskrivning mere frem mod 2030 end vurderingen af indtægten fra de finansielle markeder trækker ned.

TABEL II.4 FORSKEL I DEN STRUKTURELLE SALDO TIL FINANSMINISTERIET

Den strukturelle saldo forbedres frem mod 2023 for efterfølgende at blive forværret. Der er store forskelle til Finansministeriet særligt i 2020 og 2021 som følge af forskellig behandling af engangsudgifter relateret til covid-19.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2030
	Pct. af BNP								
Dansk Økonomi, efterår 2022	0,4	-1,1	-0,6	0,2	1,1	0,7	0,5	0,2	-0,2
2030-planforløb	0,9	0,8	0,7	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,1	-0,5
Forskel	-0,5	-1,9	-1,3	-0,1	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3
heraf covid-19	0,0	-1,7	-1,9	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	
Øvrig forskel	-0,4	-0,3	0,6	0,4	0,7	0,6	0,5	0,3	0,3
Bidrag til forskel:									
- Konjunkturbidrag	-0,1	0,0	0,8						
- Nordsø	-0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1
- Aktiebeskatning	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- nettorenter	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2
- PAL-indtægter	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5
- Engangsforhold	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Realøkonomiske forhold									
- Førtidspensionister				0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
- Arbejdstid				0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
- Forskel i privat lønudvikjling				0,0	0,4	0,6	0,2		
- Andet	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	0,0

Anm.: Bidraget fra arbejdstid er beregnet som den ændring i beskæftigelsesgap, der ville være, hvis de ekstra timer omregnes til personer. Danmarks Statistik har revideret opgørelsen af den offentlige saldo i 2021, efter Finansministeriet har opgjort deres strukturelle saldo. De reviderede oplysninger har forbedret den strukturelle saldo i 2021 med ca. 0,7 pct. af BNP i denne fremskrivning.

Kilde: *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026* og egne beregninger

FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

Stor forskel på finanspolitikken igennem 2022

I perioden efter covid-19 ramte i foråret 2020 har finanspolitikken været præget af usædvanlige tiltag, der har haft en ganske betydelig størrelse. Disse tiltag har været store og i flere tilfælde begrænset til korte perioder i løbet af et enkelt år. Det er altså svært at vurdere finanspolitikken for de enkelte år i perioden 2020-22, da den har svinget markant i løbet af de enkelte år. I 2022 var der således en meget ekspansiv finanspolitik i starten af året, da der blev afholdt store udgifter til testning og vaccination mod covid-19. Disse udgifter faldt bort i anden halvdel af 2022, så der var således en kraftig opstramning af finanspolitikken fra første til andet halvår 2022.

Finanspolitikken er ekspansiv i 2022

De store udsving i finanspolitikken gør, at det er hensigtsmæssigt at sammenligne finanspolitikken i 2022 med situationen før covid-19, dvs. 2019. Der bør også skelnes mellem den egentlige indtægts- og udgiftspolitik, som den ville være i fravær af covid-19, og bidraget til aktiviteten fra udgifter knyttet til covid-19. Når der er korrigeret for midlertidige udgifter knyttet til covid-19 vurderes det, at finanspolitikken bidrager til at øge BNP med 0,5 pct. sammenlignet med 2019, jf. tabel II.5. Der har således været ført en ekspansiv finanspolitik fra 2019 til 2022, der særligt er drevet af offentligt forbrug også til områder, der ikke er relateret til covid-19. Udgifterne til covid-19 har øget aktiviteten med 0,5 pct. BNP for 2022 som helhed – og væsentligt mere i første kvartal, hvor de covid-19 relaterede aktiviteter var særligt stor.

Finanseffekten svagt negativ i 2023 som følge af covid-19

Finanspolitikken, som den foreligger med regeringens forslag til finanslov og aftalen om vinterhjælp fra 23. september, vil dæmpe aktiviteten i Danmark lidt sammenlignet med 2022. Det skyldes dog alene, at covid-19-udgifterne forudsættes at ophøre fra 2023. Ses der alene på den underliggende finanspolitik, er der et lille positivt bidrag til aktiviteten på 0,1 pct. af BNP. Dette bidrag stammer dog fra, at der tilbagebetales for meget betalte ejendomsskatter, efter de nye ejendomsvurderinger bliver rullet ud.

Aftale om vinterhjælp dæmper aktiviteten en smule

Aftalen om vinterhjælp vurderes isoleret set at trække ned i aktiviteten i 2023. Det skyldes, at en stor del af finansiering stammer fra reserver fra forslaget til finanslov, der var antaget udmøntet som højere offentligt forbrug. Når finanspolitikkens bidrag til aktiviteten vurderes, har offentligt forbrug en væsentligt højere aktivitetsvirkning end en ændring af en afgift som nedsættelsen af elafgiften, der udgør hovedparten af udgifterne i aftalen om vinterhjælp.

TABEL II.5 FINANSEFFEKTEN

Finanspolitikken korrigeret for udgifter til covid-19 er svagt ekspansiv i 2023.

	2022 [a)]	2023 [b)]
	-------- Pct.	------
Udgifter ekskl. covid-19	0,3	-0,1
Indtægter i alt	0,3	0,0
Tilbagebetaling af ejendomsskat	0,0	0,2
Finanseffekt i alt af planlagt finanspolitik	*0,5*	*0,1*
Udgifter til covid-19	0,5	-0,4
Finanseffekt i alt	**1,0**	**-0,3**

a) Finanseffekten for 2022 er set i forhold til 2019.

b) Finanseffekten for 2023 er set i forhold til 2022.

Utraditionelle tiltag kan bidrage til aktiviteten

Finanseffekten medtager alene de normale finanspolitiske tiltag. Aktuelt er der dog gennemført flere midlertidige tiltag, der ikke er en del af den normale finanspolitik. Det drejer sig eksempelvis om adgang til låneordning for høje energiregninger, hvor en del af energiregningerne kan indefryses og først betales senere. Der er også indført et loft over stigningen i huslejerne for lejere på 4 pct. årligt i to år. Begge disse tiltag trækker i retning af at øge aktiviteten udover det, der er målt ved finanseffekten.

Finansministeriet vurderer finanspolitikken mere kontraktiv

Der er umiddelbart en væsentlig forskel på vurderingen af finanspolitikken i forslaget til finanslov for 2023 mellem Finansministeriet og i denne fremskrivning. Finansministeriet vurderer, at finanspolitikken ved forslaget til finanslov dæmper aktiviteten med 0,9 pct. af BNP, mens det i nærværende opgørelse er vurderet, at forslaget til finanslov dæmper aktiviteten med ca. 0,3 pct. af BNP i 2023.

Den egentlige finanspolitik vurderes ens

Vurderingen af den egentlige finanspolitik er imidlertid mere ens. Finansministeriet vurderes således, at den egentlige finanspolitik dæmper aktiviteten med ca. 0,1 pct. af BNP, mens det i denne fremskrivning er vurderet, at den egentlige finanspolitik dæmper aktiviteten med ca. 0,3 pct. af BNP.

Forskellen i den samlede vurdering skyldes tekniske forhold

Den store forskel på vurderingen af finanspolitikken i 2023 skyldes to tekniske forhold. For det første medregner Finansministeriet et bidrag til aktivitetsvirkningen fra offentligt kontrollerede investeringer i blandt andet almene boliger. Dette medregnes ikke i nærværende opgørelse af finanseffekten. For det andet medregner Finansministeriet et stort negativt aktivitetsbidrag i 2023 fra kompensationsordninger, der ophørte i løbet af 2021. Ophøret af kompensationsordninger i 2021 har ingen betydning for vurderingen af den etårige finanseffekt i 2023, da der ikke sker nogen reduktion fra 2022 til 2023. Derfor er der i denne fremskrivning ingen effekt. Når der er en effekt hos Finansministeriet af kompensationsordninger, der er ophørt to år tidligere skyldes det, at Finansministeriet netop for denne post beregner et flerårigt bidrag fra finanspolitikken.

II.8 BUDGETLOVEN

Budgetloven vedtaget i 2012

Budgetloven blev vedtaget i 2012 efter en længere årrække, hvor de offentlige budgetter ikke var blevet overholdt. Det overordnede formål med loven er at understøtte holdbare offentlige finanser ved at sikre, at den offentlige saldo og de offentlige udgifter følger målsætningerne i mellemfristede planer. De centrale instrumenter i loven til at opnå disse mål er en statslig styring af kommunernes og regionernes udgifter med udgiftslofter og sanktioner og en underskudsgrænse for den strukturelle saldo.

Behov for flere justeringer i loven

Det var oprindeligt hensigten, at budgetloven skulle revideres senest i 2019, men revisionen er blevet udskudt i flere omgange. I *Dansk Økonomi, efterår 2019* indgik en række anbefalinger til revisioner af budgetloven, og Finansministeriet offentliggjorde rapporten "Erfaringer med budgetloven 2014-2020" i april 2022. Folketinget vedtog i foråret 2022 at ændre den del af budgetloven, som vedrører underskudsgrænsen for den strukturelle saldo fra 0,5 pct. af BNP til 1,0 pct. af BNP. I afsnittet argumenteres for, at der er behov for en diskussion af budgetlovens samlede regelsæt, hvor særligt tre områder har behov for et gennemsyn:

- Beregningen af den strukturelle saldo
- Muligheden for at bruge et mindreforbrug de efterfølgende år
- Præciseringer af regler og forbedring af dokumentation.

Afsnit opdaterer vurderinger fra *Dansk Økonomi, efterår 2019*

Disse tre områder blev også fremhævet i *Dansk Økonomi, efterår 2019*, men der er en række forhold, som giver anledning til at opdatere vurderingerne. For det første har reduktionen i underskudsgrænsen til 1,0 pct. skabt afstand mellem mål og grænse, hvorfor der er mindre risiko for midlertidige overskridelser af grænsen fremover. For det andet offentliggjorde Finansministeriet i maj 2022 som nævnt en opsamling på erfaringerne af budgetloven, som giver ny indsigt i, hvordan forbrugsmønstrene udvikler sig i den offentlige sektor. Analysen er et input i en diskussion om budgetlovens regler for forbrug af mindreforbrug i efterfølgende år. Og for det tredje har erfaringerne de senere år godtgjort, at budgetlovens regelsæt bør præciseres på en række områder, herunder ikke mindst i spørgsmålet om exceptionelle omstændigheder.

Indhold i afsnit

I afsnittet diskuteres først beregningen af den strukturelle saldo og usikkerheden på opgørelsen. Det efterfølgende afsnit fokuserer på budgetlovens regler for forbrug af opsparing. Endelig peges der på områder, hvor der er behov for præciseringer af regler og forbedringer af dokumentationen.

DEN STRUKTURELLE SALDO

Underskudsgrænse på 1 pct. af BNP …

I budgetloven implementeres finanspagtens krav til den strukturelle saldo. Finanspagten indebærer, at der skal fastsættes en maksimal grænse for de strukturelle underskud. Denne grænse har tidligere været 0,5 pct. af BNP, men den blev ændret til 1,0 pct. af BNP fra 1. juli 2022.

… som kan overskrides under en exceptionel omstændighed …

Finanspagten giver mulighed for i visse, såkaldt exceptionelle, tilfælde at overskride grænsen for den strukturelle saldo. Med reference til finanspagten tillades også i den nationale budgetlov overskridelser af underskudsgrænsen i exceptionelle tilfælde. Finanspolitikken blev lempet med henvisning til exceptionelle omstændigheder, da Danmark blev ramt af covid-19 i 2020, og da der brød krig ud i Ukraine i 2022.

… og hvis skøn ændres efter finanslovsforslag

Opgørelsen af den strukturelle saldo er forbundet med usikkerhed, og finanspagten lægger derfor op til, at underskudsgrænsen kan overskrides midlertidigt og i begrænset omfang, også i en situation hvor økonomien ikke er ramt af exceptionelle omstændigheder. I den danske budgetlov er reglerne anderledes, idet overskridelser af grænsen som følge af ændrede skøn efter fremlæggelsen af finanslovsforslaget er tilladte, mens overskridelser ikke er tilladte, når finanslovsforslaget præsenteres.

Strukturel saldo beregnes af Finansministeriet

Endelig beregnes den strukturelle saldo i Danmark efter Finansministeriets metode, hvor mange andre europæiske lande anvender EU-Kommissionens metode. Dette reducerer usikkerheden på den strukturelle saldo markant, da den strukturelle saldo efter EU-Kommissionens metode udviser betydelige udsving.

Mulighed for midlertidige overskridelser af grænsen

Mulighed for små og midlertidige overskridelser

Ifølge finanspagten skal underskudsgrænsen overholdes, med mindre økonomien er ramt af såkaldt exceptionelle omstændigheder. Der er dog tilladt små og midlertidige overskridelser af grænsen uden, at det udløser et krav om, at finanspolitikken skal strammes. Dette skal blandt andet ses i lyset af, at der er usikkerhed på skønnene for den strukturelle saldo. I praksis betyder det, at med en grænse for det strukturelle underskud på 1 pct. af BNP vil EU-Kommissionen vurdere, at grænsen er overholdt, hvis underskuddet højest er 1,5 pct. af BNP i et år eller 1,25 pct. af BNP i gennemsnit i to på hinanden følgende år.

I Danmark er overskridelser ikke tilladt ved finanslovforslag

Den danske implementering i budgetloven indeholder umiddelbart ikke denne fleksibilitet. Underskudsgrænsen skal ifølge budgetloven altid være overholdt ved forslaget til finanslov – med mindre der er tale om exceptionelle omstændigheder, jf. også senere i afsnittet. Efterfølgende kan grænsen dog godt overskrides, hvis der fremkommer nye skøn, men ikke som følge af ny politik, som forværrer saldoen. Dette er en mere restriktiv fortolkning, end den der er krævet i EU's finanspolitiske regelsæt. Der kan være forhold, der taler både for og imod at tillade små overskridelser ved finanslovsforslaget. Hovedargumentet for tolkningen i den nuværende budgetlov er, at det er lettere at forstå og forklare, at grænsen altid skal overholdes ved finanslovsforslaget set i forhold til en situation, hvor der kan være muligheder for små overskridelser. Argumentet imod er, at der er stor usikkerhed på de løbende skøn for den strukturelle saldo, hvorfor ændrede skøn med mellemrum kan bringe saldoen over grænsen ved et tilfælde, og det kan føre til behov for pludselige tilpasninger af finanspolitikken, som er uhensigtsmæssige.

Lille afstand mellem skøn og grænse i budgetlovens første år …

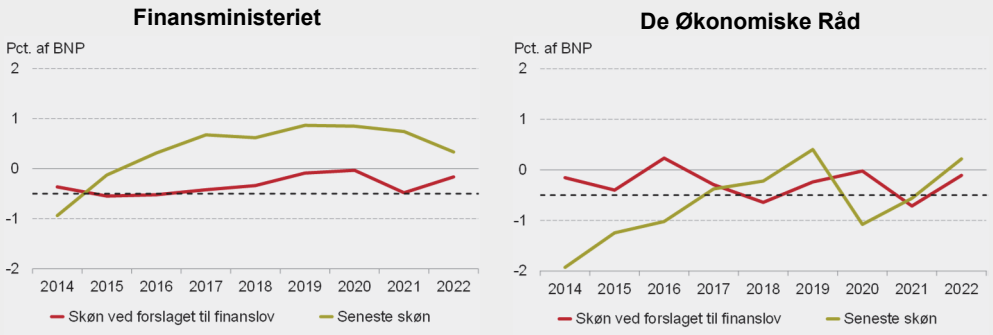
Risikoen for, at tilfældigheder kan indebære en overskridelse af grænsen, er særligt stor i perioder, hvor der er lille afstand mellem skønnene for den strukturelle saldo og grænsen for den strukturelle saldo. Finansministeriets skøn har i adskillige år været meget tæt på underskudsgrænsen ved finanslovsforslaget, mens formandskabets skøn i de fleste år har haft en lille afstand til grænsen, jf. figur II.39. I både 2018 og 2021 konstaterede formandskabet, at der var en lille overskridelse, men i ingen af tilfældene blev det anbefalet at ændre finanspolitikken af den grund.

… og skøn er efterfølgende ændret markant

Når finanspolitikken planlægges meget præcist efter skønnene for den strukturelle saldo, kan man få det indtryk, at usikkerheden på skønnene er begrænset. Modsat den faktiske offentlige saldo opgøres den strukturelle saldo ikke af Danmarks Statistik. Den strukturelle saldo skal beregnes og fremkommer ved at korrigere den faktiske saldo, og disse korrektioner er alle påvirket af usikkerhed. Revisionerne af skønnene kan være et pejlemærke for usikkerheden. I perioden med budgetloven har der været betydelige revisioner hos både Finansministeriet og formandskabet for De Økonomiske Råd fra forslaget til finanslov blev præsenteret til den aktuelle opgørelse af den strukturelle saldo. Finansministeriets revisioner har systematisk været til den positive side. Revisionerne af formandskabets vurderinger har i gennemsnit været større, men der er ikke helt den samme systematik.

FIGUR II.39 REVISIONER AF DEN STRUKTURELLE SALDO

Der har været store revisioner af den strukturelle saldo siden forslaget til finanslov hos både Finansministeriet og formandskabet for De Økonomiske Råd.



Anm.: De stiplede linjer angiver underskudsgrænsen i budgetloven. De historiske revisioner skyldes både revisioner af data fra Danmarks Statistik, ændret politik og ændrede metoder.

Kilde: *Dansk Økonomi, efterår* diverse årgange samt Finansministeriets *Økonomisk Redegørelse, august* diverse årgange.

Afstand mellem mål og grænse mod 2030

Som følge af den betydelige usikkerhed vurderes det ikke hensigtsmæssigt at detailstyre finanspolitikken efter den strukturelle saldo. På den baggrund var anbefalingen i *Dansk Økonomi, efterår 2019* at der åbnes for overskridelser af grænsen i overensstemmelse med finanspagtens regler, så der ikke skal foretages pludselige tilpasninger i finanspolitikken afledt af nye skøn. Efterfølgende er underskudsgrænsen ændret til 1 pct. af BNP, og vurderingen af den strukturelle saldo

mod 2030 er samtidig forbedret. Dette indebærer, at der aktuelt er relativ stor afstand mellem skønnet for den strukturelle saldo i de kommende år og underskudsgrænsen på 1 pct. af BNP, jf. afsnit II.7. Risikoen for små og midlertidige overskridelser er derfor væsentligt mindre end vurderet i *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Det kan dog ikke udelukkes, at der i perioden frem mod 2030 opstår situationer, hvor underskuddene er tæt på underskudsgrænsen.

Metoden til beregning af den strukturelle saldo

Beregningen afhænger af den overordnede metode, …

Hvor præcist den strukturelle saldo kan bruges som styringsinstrument afhænger som nævnt af usikkerheden på skønnet for den strukturelle saldo. Beregningen af den strukturelle saldo er baseret på en metode, der er fastsat af Finansministeriet. Metoden bygger overordnet på, at den samlede, faktiske saldo renses for et bidrag fra konjunkturerne, idet en række "særlige" og "specielle" poster dog behandles særskilt, ligesom der korrigeres for engangsforhold, jf. boks II.14.

… men også af metoder til beregning af strukturelle niveauer

Den strukturelle saldo afhænger i høj grad af de metodemæssige valg og vurderinger, som ligger til grund for beregningen af strukturelle niveauer for beskæftigelse og produktivitet – og dermed beregningen af output gap og beskæftigelsesgap. Herudover afhænger beregningen af en række valg, der skal foretages, når der beregnes strukturelle niveauer for de såkaldt specielle poster og særlige poster, herunder pensionsafkastskat, selskabsskatter mv.

Forskelle i opgørelser mellem formandskab og Finansministeriet

Finansministeriet og formandskabet for De Økonomiske Råd beregner de strukturelle niveauer på forskellige måder, og der er derfor forskelle mellem formandskabets og Finansministeriets opgørelse af den strukturelle saldo både historisk og i fremskrivninger. Forskellene kan i de historiske år især henføres til forskelle i vurderinger af strukturel beskæftigelse og strukturel BNP og dermed en forskellig konjunkturrensning af de offentlige finanser, men forskelle i beregningen af de strukturelle indtægter fra nordsøbeskatning, afskrivninger af gæld til SKAT og pensionsafkastskat spiller også en rolle, jf. afsnit II.7. I 2020 og 2021 er det særligt håndteringen af covid-19-udgifter, som forklarer forskellen. I fremskrivninger vil der også opstå forskelle som følge af forskellige vurderinger af udviklingen i de strukturelle niveauer for BNP og beskæftigelse, men også forskelle i vurderingen af den faktiske saldo vil kunne føre til forskelle, medmindre de udelukkende er et resultat af en forskellig vurdering af udviklingen i konjunktursituationen.

BOKS II.14 BUDGETLOVENS METODE TIL BEREGNING AF STRUKTUREL SALDO

Budgetlovens metode til beregning af den strukturelle saldo fastlægges af Finansministeriet. Beregningen tager udgangspunkt i følgende ligning:

$$S^* = S - \varepsilon \cdot \left(0{,}4 \cdot (YF - YF^*) + 0{,}6 \cdot (Q - Q^*)\right) - (SP - SP^*) - (SÆ - SÆ^*) - E$$

hvor *S** er den strukturelle saldo, *S* er den faktiske saldo, *ε* er budgetelasticiteten, *YF-YF** er BVT's afvigelse af det skønnede strukturelle niveau, *Q-Q** er beskæftigelsens afvigelse fra det skønnede niveau, *SP-SP** er de specielle posters afvigelse fra det strukturelle niveau beregnet som et centreret syvårsglidende gennemsnit af *SP*, *SÆ-SÆ** er særlige posters afvigelse fra deres strukturelle niveauer, der beregnes selvstændigt, og *E* er engangsforhold, der helt trækkes ud af den strukturelle saldo.

De specielle poster, *SP*, dækker blandt andet over en række kapitaloverførsler til og fra udlandet samt til og fra husholdninger. Disse poster kan svinge en del fra år til år og udglattes derfor i opgørelsen af den strukturelle saldo.

De særlige poster, *SÆ*, omfatter blandt andet pensionsafkastskat, selskabskat og nordsøbeskatningen. Det strukturelle niveau for disse poster fastlægges ud fra en konkret modellering.

Engangsforhold, *E*, er enkeltstående begivenheder og omfatter blandt andet skat på ekstraordinære udbetalinger fra den Særlige Pensionsordning, ekstraordinære udbetalinger af feriepenge samt udbetaling af efterlønsbidrag. Senest har Finansministeriet betragtet en stor del af udgifterne til covid-19 som engangsforhold.

Behov for diskussion af metoden

Sammenfattende kan det siges, at der er betydelig usikkerhed på beregningen af den strukturelle saldo, hvilket blandt andet illustreres af store forskelle mellem skønnene for formandskabet for De Økonomiske Råd og Finansministeriet. Dette understreger, at det er væsentligt med løbende diskussioner af metoden og praksis for ændringerne i denne.

MULIGHED FOR FORBRUG AF OPSPARING

Tilskynder loven til budgetoverholdelse …

Med budgetloven blev der indført udgiftslofter og sanktioner for at sikre budgetoverholdelse. Et vigtigt evalueringskriterie for dette system er således, om lofter og sanktioner har forbedret budgetoverholdelsen. Der er imidlertid også andre kriterier, som bør inddrages, når loven skal evalueres. De offentlige udgifter udgør en stor del af dansk økonomi, og ud fra hensynet til stabiliseringspolitikken er såvel systematiske merforbrug som mindreforbrug ikke ønskelige. Et andet vigtigt kriterie er, om rammerne tilskynder til effektivitet i den offentlige drift. Hovedparten af opgaverne i den offentlige sektor løses i kommuner og regioner, hvor opgaver ofte kan løses mest effektivt, da der er viden om lokale behov og vilkår. Ud fra dette hensyn bør der være fleksibilitet til at styre udgifterne efter lokale forhold og bruge de offentlige midler mest effektivt.

… og effektiv offentlig drift?

Udgiftslofter og sanktioner i kommuner og regioner …

I kommuner og regioner er der sanktioner ved overskridelse af udgiftsloftet for service i kommuner under et og regioner under et. Der er ikke mulighed for at videreføre et mindreforbrug til næstkommende år for kommunerne og regionerne samlet set, men merforbrug i enkelte kommuner og regioner er tilladt, så længe det modsvares af et mindreforbrug i andre kommuner eller regioner.

… har medført budgetoverholdelse …

Siden indførelsen af sanktionerne har de kommunale og regionale udgiftslofter været overholdt, jf. Finansministeriet (2022a). I en længere periode efter sanktionernes indførelse havde kommunerne store mindreforbrug, men de senere år er regnskaberne under et kommet tættere på budgetterne. Det dækker over, at der på samme tid er kommuner, der har merforbrug, og kommuner med mindreforbrug. Det kan være tegn på, at kommunerne har tilpasset udgiftsstyringen til et system, hvor forskelle i opsparingsbehov koordineres under det samlede loft.

… men voksende kassebeholdning som ikke kan bruges på service

Det etårige perspektiv i sanktionerne betyder, at kommuner og regioner samlet set ikke har mulighed for at videreføre et mindreforbrug og bruge midlerne på driftsudgifter senere. Det har alt andet lige ført til en voksende kassebeholdning af opsparede midler. Midlerne kan imidlertid bruges på andre kommunale områder uden sanktioner eksempelvis anlæg, hvor der ikke gælder sanktioner ved manglende overholdelse af budgettet. Der har været en tendens til, at kommunerne overskrider den aftalte anlægsramme, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

Vedvarende mindreforbrug i staten …

I staten ses omvendt vedvarende store mindreforbrug, som blandt andet kan henføres til volatile og vanskeligt styrbare udgifter eksempelvis tilskud til udlandet, men også driften i de enkelte offentlige institutioner.

I *Dansk Økonomi, efterår 2019* peges på, at afgrænsningen af de statslige udgiftslofter bør overvejes, herunder om vanskeligt styrbare tilskud til udlandet og taxameterstyrede områder er egnede til loftstyring.

… og mere snævre rammer for at bruge opsparing

I staten skal budgetterne overholdes indenfor de enkelte ministerområder, og der er ikke samme mulighed som i kommunerne og regionerne for at udnytte forskelle i mer- og mindreforbrug på tværs af ministerområder inden for det samlede loft. Muligheden for forbrug af opsparede midler har været begrænset til det enkelte ministerområde, hvor nogle institutioner kan have et merforbrug, hvis andre institutioner på ministerområdet har et mindreforbrug. Det betyder, at mulighederne for at udnytte forskelle og videreføre opsparing er mere begrænsede i staten. Dette regelsæt blev indført i 2013 i forbindelse med ikrafttrædelsen af budgetloven. Før 2013 havde institutioner i højere grad mulighed for at bruge af institutionens opsparing uden at koordinere, og der var ikke problemer med overskridelser af de statslige rammer, jf. Finansministeriet (2022a). For nylig er reglen justeret en smule, så et ministerområde kan anmode om dispensation til nettoforbrug af opsparing.

Mulighed for opsparingsordning vigtig for effektiv drift

Fleksible muligheder for forbrug af opsparing er vigtige for effektiv drift i de enkelte institutioner, da manglende mulighed for at overføre midler mellem årene kan tilskynde til såkaldt "benzinafbrænding", som beskriver en situation, hvor midler bruges uanset behovet, fordi pengene ikke forventes at kunne bruges senere. Konsekvensen kan være, at den offentlige ressourceanvendelse bliver mindre effektiv.

I resten af afsnittet fokuseres på forbrugsmønstre over året

I det følgende fokuseres på budgetlovens betydning for effektiviteten i den offentlige sektor, eller mere præcist om budgetlovens etårige udgiftsrammer kan give anledning til "benzinafbrænding" i slutningen af året. Gennemgangen sker ud fra Finansministeriets publikation *Erfaringer med budgetloven 2014-20*, som indeholder tal for forbrugsmønstre i kommuner, regioner og staten.

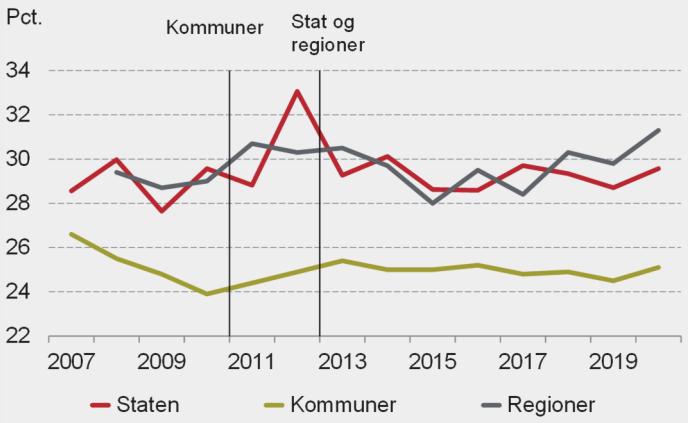
Forbrugsmønstre over året

Ingen tegn på ændrede forbrugsmønstre over året i overordnede tal

En måde at undersøge, om budgetlovens regler har haft indvirkning på forbruget i løbet af året, er at se på forbrugsandelen i årets kvartaler. En stigning i forbrugsandelen i slutningen af året kan være indikation på, at flere penge "brændes" af sidst på året. I Finansministeriets erfaringsopsamling undersøges det, om forbrugsandelen i fjerde kvartal er ændret efter indførelsen af lofter og sanktioner i staten, kommuner og regioner. Når tallene for det samlede forbrug betragtes ses ikke nogen systematisk ændring i forbrugsandelen i fjerde kvartal efter indførelsen af nye budgetregler, jf. figur II.40.

FIGUR II.40 FORBRUGSANDEL 4. KVARTAL I STATEN, KOMMUNER OG REGIONER

Der ses ikke nævneværdige ændringer i forbrugsandelen i fjerde kvartal for det samlede forbrug efter indførelsen af sanktioner.



Anm.: Figuren viser i udviklingen i forbrugsandelen i fjerde kvartal i stat, kommuner og regioner. De lodrette streger indikerer, hvilket år sanktioner trådte i kraft i kommuner og regioner, mens stregen for staten indikerer året, hvor nye regler for forbrug af opsparing trådte i kraft. Figuren omfatter kun udgifter, der er underlagt udgiftslofter.

Kilde: Erfaringer med budgetloven 2014-2020, Finansministeriet, april 2022.

Mere deltaljeret data viser det samme for kommuner og regioner …

I Finansministeriets erfaringsopsamling undersøges forbrugsmønstrene i kommuner og regioner yderligere ved at se på forbrugsmønstre over året for udvalgte typer af varer og tjenesteydelser, som i høj grad anses for mulige at omplacere tidsmæssigt mellem kvartaler.[8] Når der ses på denne del af forbruget i kommunerne ses der heller ikke nogen tydelige ændringer i forbrugsmønster efter indførelsen af sanktionerne.[9] I regionerne ses en vis stigning i den andel af forbruget af tjenesteydelser, der lægges i fjerde kvartal, mens der ikke er nogen nævneværdig ændring i andelen af forbruget af varer. Den samlede forbrugsandel i fjerde kvartal af varer og tjenester, som anses for mulige at omplacere tidsmæssigt, synes ikke at være steget entydigt.

… men ændring i forbrugsmønster ses for statslige driftsbevillinger …

Billedet er noget anderledes for staten. De statslige udgifter under det statslige driftsloft dækker over forskellige bevillingstyper. Hvis de statslige udgifter under loftet afgrænses til udgifter, der besluttes decentralt i statslige institutioner i løbet af året,[10] ses et klarere skifte i forbrugsmønsteret over året efter indførelse af nye budgetregler, jf. figur II.41. Efter budgetreglerne trådte i kraft i 2013 har forbrugsandelen i fjerde kvartal således været omkring 3 pct.point højere, end før reglerne blev indført. Forbrugsandelen var endnu højere i 2012, hvilket kan hænge sammen med, at reglerne om begrænsning på forbrug blev annonceret i løbet af dette år, og at de statslige institutioner derfor forsøgte at bruge så meget som muligt af de allerede opsparede midler inden reglernes ikrafttrædelse.

… især stigning i forbrugsandel af varer og tjenester

Når udgifterne for de statslige driftsbevillinger fordeles på hhv. lønninger samt varer og tjenesteydelser ses især en stigning i forbrugsandelen i fjerde kvartal for varer og tjenesteydelser, hvor det formentlig er lettere at omplacere udgifterne til sidst på året end for lønninger og andre typer udgifter, jf. figur II.41.

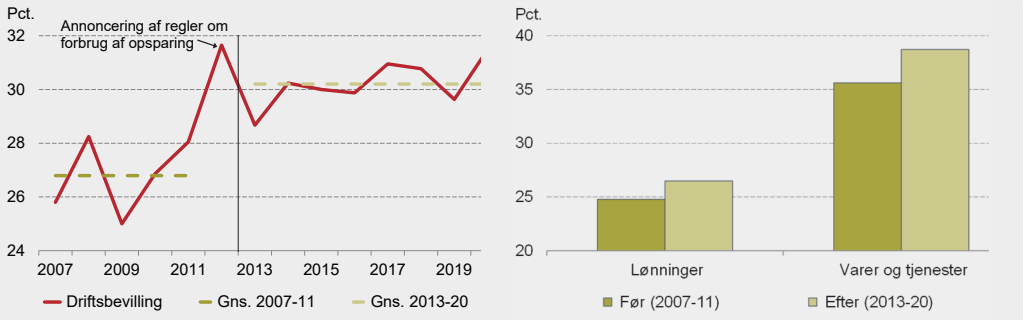
8) Disse forbrugstyper omfatter eksempelvis udgifter til kontorartikler og anskaffelser af maskiner, mens køb af brændsler og drivmidler eksempelvis ikke behandles som en omplacerbar forbrugstype i opgørelsen. Den yderligere opdeling af varer og tjenesteydelser laves kun for de kommunale og regionale forbrugsudgifter og ikke for de statslige udgifter jf. senere.

9) Analysen af de kommunale og regionale forbrugsmønstre tager udgangspunkt i en analyse foretaget af KORA (nu VIVE) af kommunernes forbrugsmønstre fra 2016 og afgræsningen af forbrugstyper følger analysen. I analysen blev der ikke fundet tegn på, at gennemsnitskommunen anvender en større del af de samlede serviceudgifter sidst på året, jf. KORA (2016).

10) Konkret afgrænses de statslige udgifter til driftsbevillinger og statsvirksomhedsbevillinger. Disse udgifter går især til lønninger samt køb af varer og tjenester. Der ses blandt andet bort fra taxameterbevillinger til uddannelsesområdet og reservationsbevillinger. Reservationsbevillinger er primært forskellige statslige tilskud.

FIGUR II.41 FORBRUGSANDEL I 4. KVARTAL FOR STATSLIGE DRIFTS-BEVILLINGER MV.

Forbrugsandelen i fjerde kvartal steg efter mere restriktive opsparingsregler blev annonceret og trådte i kraft, jf. figuren til venstre. Forbrugsandelen er steget især for institutioners køb af varer og tjenester, jf. figuren til højre.



Anm.: Figuren til venstre viser forbrugsandelen i fjerde kvartal for statslige driftsbevillinger og statsvirksomhedsbevillinger til udgifter til løn, varer og tjenesteydelser og øvrig forbrug eksempelvis husleje. Figuren til højre viser den gennemsnitlige forbrugsandel opdelt på hhv. lønudgifter og udgifter til varer og tjenesteydelser for perioden før og efter ikrafttrædelsen af statslige regler om forbrug af opsparing. I opgørelsen af gennemsnittet er 2012, som er det år, hvor reglerne annonceres, ikke medtaget.

Kilde: Finansministeriet og egne beregninger.

Finansministeriet konkluderer, at forbrugsmønstre er uændrede …

Sammenfattende kan det konstateres, at der ikke synes at være sket et markant skift i det samlede forbrugsmønster, hverken i staten, kommuner og regioner. I kommuner og regioner gælder det også, hvis der fokuseres på forbrugsudgifter, som i højere grad er mulige at omplacere tidsmæssigt. Denne konklusion fremgår også i Finansministeriets erfaringsopsamling, hvor det konkluderes, at forbrugsmønstret hen over året i den offentlige sektor ikke har ændret sig væsentligt siden indførelsen af lofter og sanktioner. Som det fremgår udfordres denne konklusion, hvis der fokuseres på statslige driftsbevillinger og udgifter til eksempelvis varer og tjenesteydelser, der i højere grad afspejler diskretionære beslutninger i de enkelte statslige institutioner, og hvor udgifterne nemmere kan omplaceres tidsmæssigt. Her ses det relativt tydeligt, at der er sket et skift i forbrugsmønsteret i retning af større forbrugsandel i fjerde kvartal.

… men relevant at se nærmere på statslige data og regler

En stigning i forbrugsandelen i fjerde kvartal er ikke nødvendigvis et udtryk for uhensigtsmæssig adfærd og "benzinafbrænding", da det også kan afspejle en øget forsigtighed i økonomistyringen, hvor en stigende andel af forbruget gemmes til sidste kvartal i året, når der er

sikkerhed for, at budgettet holder. Det gør det vanskeligt at konkludere noget meget håndfast. Forskydningerne i forbrugsmønstret for udvalgte dele af de statslige udgifter giver imidlertid anledning til refleksioner om de strengere regler for at forbruge af opsparing har påvirket statslige disponeringer på en uhensigtsmæssig måde.

REGELPRÆCISERINGER OG DOKUMENTATION

Regler bør præciseres, og dokumentation forbedres

Troværdigheden omkring det finanspolitiske rammeværk afhænger i høj grad af, at reglerne er letforståelige. Budgetloven blev indført i 2012, og der er efterfølgende høstet flere erfaringer med de konkrete styringsinstrumenter. Erfaringerne har på nogle områder vist, at reglerne er for uklart defineret og åbne for fortolkning, hvorfor reglerne bør præciseres. Derudover er det selvsagt også vigtigt, at det er gennemskueligt, om reglerne rent faktisk overholdes. I den sammenhæng er det vigtigt, at dokumentation fra Finansministeriet forbedres, så den løbende opdateres og samles et sted.

Tekst om strukturel saldo kan præciseres …

Et eksempel er lovteksten om strukturel saldo og særligt de muligheder, der er for overskridelser af underskudsgrænsen under exceptionelle omstændigheder. Lovteksten på dette område tager udgangspunkt i finanspagten, som den så ud i 2012. Erfaringerne fra den finanspolitiske styring siden, herunder ikke mindst under covid-19 og senest Ukraine-krigen, har vist, at budgetlovens regelsæt omkring exceptionelle omstændigheder bør præciseres på en række områder, jf. boks II.15. Et andet punkt, hvor der er sket ændringer, er EU's regelsæt vedrørende muligheden overskride underskudsgrænsen i tilfælde af større økonomiske tilbageslag. Konkret har EU-Kommissionen efter budgetlovens vedtagelse præciseret disse regler for muligheden for at føre stabiliseringspolitik, og det er på den baggrund naturligt at præcisere tilsvarende retningslinjer i den danske budgetlov.

… og dokumentation af strukturel saldo kan forbedres

Ifølge budgetloven skal Finansministeriet dokumentere metoden til beregning af den strukturelle saldo på Finansministeriets hjemmeside. Den nuværende dokumentation er spredt ud på forskellige dokumenter og bør samles og opdateres løbende. Det er med den nuværende dokumentation ikke muligt at gennemskue, om reglerne overholdes, hvis underskudsgrænsen overskrides efter finanslovsforslaget. Budgetloven giver mulighed for, at underskudsgrænsen kan overskrides, hvis der er tale om nye skøn, der er fremkommet efter fremlæggelsen af forslaget til finansloven, men der offentliggøres ikke samlede opgørelser af diskretionære tiltag. Det skaber usikkerhed, om hvorvidt regelsættet bliver overholdt i de situationer, hvor grænsen overskrides efter

fremlæggelsen af finanslovsforslaget. Finansministeriet bør derfor udarbejde og løbende opdatere en samlet oversigt over diskretionære tiltag, så ændringer i den strukturelle saldo kan følges over tid, og diskretionære tiltag skal adskilles fra ændrede skøn og metodeændringer, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

BOKS II.15 EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER OG KORREKTIONSMEKANISME

Budgetloven regler vedrørende exceptionelle omstændigheder og korrektionsmekanismen bør præciseres.

Regeringen vurderede, at coronakrisen i 2020 udgjorde en exceptionel omstændighed i henhold til budgetloven, men regeringen erklærede ikke exceptionelle omstændigheder i 2021, selvom finanspolitikken i 2021 blev lempet markant i form af hjælpepakker, udgifter til test mv., jf. *Dansk Økonomi, forår 2022*. Til gengæld valgte Finansministeriet at undtage disse udgifter i opgørelsen af den strukturelle saldo, konkret ved at behandle dem som engangsforhold. I april 2022 vurderede Finansministeriet, at krigen i Ukraine udgør en exceptionel omstændighed, men samtidig blev det besluttet, at de ekstra udgifter skal medregnes i den strukturelle saldo. Budgetloven bør præciseres, så det gøres klarere under hvilke omstændigheder, der kan erklæres exceptionelle omstændigheder.

Når der er erklæret exceptionelle omstændigheder, er det en forudsætning i stabilitets- og vækstpagten, at de udgifter, der afholdes skal være væsentlige, midlertidige og direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed. Dette bør præciseres i bemærkningerne til en revideret budgetlov.

Budgetlovens korrektionsmekanisme fastlægger, hvor hurtigt underskuddene skal reduceres til underskudsgrænsen, hvis grænsen er overskredet for eksempel efter ophør af en exceptionel omstændighed. EU-Kommissionen har efter vedtagelsen af den oprindelige budgetlov præsenteret en såkaldt matrix, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. I denne matrix er der lagt op til, at hastigheden, hvormed den strukturelle saldo efter en lavkonjunktur skal vende tilbage til den normale saldogrænse afhænger dels af de offentlige finansers generelle sundhed, dels af dybden i lavkonjunkturen. Det vurderes hensigtsmæssigt at præcisere, hvordan korrektionsmekanismen i budgetloven er afhængig af konjunktursituationen.

I *Dansk Økonomi, efterår 2019* blev det anbefalet, at "følg eller forklar"-princippet præciseres. "Følg eller forklar"-princippet indebærer, at formandskabet for De Økonomiske Råd skal foretage en vurdering af, om underskudsgrænsen i budgetloven kan forventes at blive overholdt, og hvis der er udsigt til en overskridelse, om denne overskridelse kan tilskrives exceptionelle omstændigheder. Såfremt formandskabet vurderer en overskridelse af underskudsgrænsen og anbefaler en stramning, så skal finansministeren følge anbefalingen eller forklare, hvorfor den ikke følges. Det er uklart ud fra den nuværende lov, hvorvidt "følg eller forklar"-princippet relaterer sig til overholdelse af budgetlovens underskudsgrænse, som fremover udgør 1 pct. af BNP, eller om den først har virkning, hvis formandskabet vurderer, at underskuddene er større end 1,5 pct. af BNP.

Regler for udgiftsstyring kan præciseres, …

Reglerne for udgiftsstyringen bør også præciseres på en række områder. Et eksempel er reglerne for korrektioner af udgiftslofter, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Et andet eksempel er, at det bør præciseres, hvad der nærmere forstås ved den offentlige investeringsramme. De offentlige investeringer er ikke omfattet af budgetlovens system med udgiftslofter og sanktioner, men ændringer i den offentlige investeringsramme indgår ofte i politiske aftaler. Den offentlige investeringsramme kan findes i Finansministeriets mellemfristede fremskrivninger, men den vedtages ikke i folketinget, og det er uklart, hvordan investeringsrammen konkret er defineret.

… og dokumentation kan forbedres

Endelig er der plads til forbedringer i dokumentationen af udgiftslofterne. Formandskabet for De Økonomiske Råd skal løbende vurdere, hvorvidt udgiftslofterne overholdes i regnskabet. Ifølge sanktionslovgivningen skal kommunernes og regionernes regnskaber sammenholdes med et korrigeret budget. For at offentligheden kan følge med i og forstå, hvorvidt de lovfastsatte lofter overholdes, bør der årligt ved opgørelsen af regnskabet foretages en opgørelse over budgetoverholdelsen i kommuner og regioner, hvor der redegøres for udgiftsniveauer for drift og anlæg i henholdsvis regnskab, budget og udgiftsloft, og der fremgår en detaljeret beskrivelse af ændringer i udgiftslofterne.

II.9 VURDERINGER OG ANBEFALINGER

Indhold i afsnittet

I dette afsnit diskuteres den førte og planlagte finanspolitik på baggrund af vurderingen af den aktuelle konjunktursituation som præsenteret i den øvrige del af kapitlet. Afsnittet indledes med overordnede betragtninger om sammenhængen mellem inflation og dansk finanspolitik samt generelle stabiliseringspolitiske hensyn. Herefter vurderes finanspolitikken i 2022 og 2023, og hensigtsmæssigheden af forskellige overordnede finanspolitiske tiltag i den aktuelle situation diskuteres. Afsnittet afsluttes med vurderinger af budgetloven.

INFLATION OG DANSK FINANSPOLITIK

Høj inflation i Danmark kommer i stort omfang udefra

Inflationen i Danmark er steget markant siden begyndelsen af 2021 og er ikke set højere siden 1980'erne. De høje prisstigninger giver husholdninger og virksomheder et betydeligt realøkonomisk tab. En væsentlig del af prisstigningerne skyldes udefrakommende faktorer, og den høje inflation er ikke et isoleret dansk fænomen, men ses i store dele af den vestlige verden.

Finanspolitikken kan ikke bringe inflation ned på normalt niveau, …

Langt hovedparten af den seneste tids prisstigninger er reelt udenfor danske politikeres kontrol. Finanspolitiske tiltag herhjemme kan derfor heller ikke alene bringe inflationen tilbage på et mere normalt niveau. Det betyder imidlertid ikke, at finanspolitiske dispositioner er ligegyldige for inflationsudviklingen de kommende år. I en situation, hvor prispresset i forvejen er stort, er det væsentligt, at finanspolitikken ikke bidrager til at øge presset yderligere.

… men kan hjælpe ved ikke at øge prispres

Finanspolitikken kan i den aktuelle situation medvirke til at dæmpe prispresset ad to kanaler. For det første kan finanspolitikken bidrage til at dæmpe efterspørgslen for derigennem at reducere sandsynligheden for, at et stort pres på arbejdsmarkedet fører til høje lønstigninger, der yderligere øger prispresset i økonomien. For det andet kan finanspolitikken medvirke til at holde inflationsforventningerne i ro. Ufinansierede kompensationspakker vil – afhængig af omfanget – formentlig kun have begrænset effekt på den faktiske inflation på kort sigt, men kan medføre forventninger om yderligere kompensationstiltag i fremtiden, hvilket øger risikoen for, at inflationsforventningerne stiger. Derved øges risikoen for, at inflationsproblemet forværres.

STABILISERINGSPOLITISKE HENSYN

Diskretionær finanspolitik anvendes ved store ubalancer

Økonomien rammes løbende af stød, der fører til udsving i den samlede produktion og beskæftigelse. Disse udsving kan have betydelige samfundsøkonomiske omkostninger, men kan blive modvirket via aktiv finanspolitik, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. I Danmark er der relativt store automatiske stabilisatorer, der bidrager til at udjævne konjunkturudsving. De automatiske stabilisatorer træder hurtigt og målrettet i kraft, og man bør derfor undgå at forsøge at *fine tune* aktiviteten, hvis der ikke er større konjunkturmæssige ubalancer. Det skal både ses i lyset af, at der er velfærdsomkostninger forbundet med ændringer af såvel offentligt forbrug som skattesatser, og at det er vanskeligt at time finanspolitikken hensigtsmæssigt, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

Finanspolitik mest velegnet til at modgå efterspørgselsstød

Finanspolitik virker primært via økonomiens efterspørgselsside og er derfor mest velegnet til at modgå stød til den samlede efterspørgsel. Skyldes udsvingene forstyrrelser på økonomiens udbudsside vil der ofte være en afvejning mellem at stabilisere prisudviklingen og realøkonomien.

Konjunktursituation opgøres ved gap …

Succesfuld finanspolitik kræver viden om den aktuelle konjunktursituation. Et vigtigt input i vurderingen af konjunktursituationen er, hvor langt centrale nøgletal som BNP og beskæftigelse er fra det normale, såkaldt strukturelle niveau. Afvigelserne mellem det faktiske og strukturelle niveau giver en indikation af, hvor kraftig høj- eller lavkonjunkturen er. Beregningen af de strukturelle niveauer er dog forbundet med usikkerhed. Usikkerheden forbundet med beregningen af de strukturelle niveauer betyder, at der er usikkerhed om størrelsen af kapacitetspresset og dermed behovet for finanspolitisk stabilisering. Vurderingen af det stabiliseringspolitiske behov bør derfor baseres på et bredt sæt af indikatorer for den aktuelle konjunktursituation.

… samt øvrige indikatorer, særligt for pres på arbejdsmarkedet

Det er særligt vigtigt at vurdere presset på arbejdsmarkedet, fordi et højt pres på arbejdsmarkedet ofte fører til høje løn- og prisstigninger. Det forringer konkurrenceevnen og kan føre til en længerevarende lavkonjunktur. Samtidig øges risikoen for en selvforstærkende lønprisspiral, hvor inflationsforventningerne stiger. Omkostningerne ved at bringe forventningerne ned igen kan blive betydelige.

Finanspolitik tilrettelægges efter både niveau og retning

Traditionel tænkning tilsiger, at finanspolitikken bør være kontraktiv, når kapacitetspresset er stort, og lempelig, når presset er lavt, jf. eksempelvis *Dansk Økonomi, forår 2007*. Tilrettelæggelsen af finanspolitikken bør dog ikke kun foretages på baggrund af en vurdering af det aktuelle kapacitetspres, men også den retning, økonomien forventes at bevæge sig i. Store bevægelser i den økonomiske aktivitet fordrer

derfor forsigtighed i tilrettelæggelsen af finanspolitikken, så et opsving under opbygning ikke forstærkes unødigt eller omvendt, at en igangværende nedtur ikke forværres.

FINANSPOLITIKKEN I 2022

Der er et betydeligt kapacitetspres i år

Dansk økonomi skønnes i år at være i en kraftig højkonjunktur med en beskæftigelse på i gennemsnit godt 3 pct. over det strukturelle niveau. Vurderingen af det strukturelle niveau for beskæftigelsen er forbundet med usikkerhed, og beskæftigelsesgap kan vise sig at være mindre end i nærværende vurdering, jf. diskussionen i afsnit II.6. En række indikatorer understøtter imidlertid billedet af, at der aktuelt er et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Eksempelvis er antallet af ledige stillinger pr. ledig meget højt i forhold til den historiske norm. Presset på arbejdsmarkedet er så småt begyndt at aftage, og det ventes at aftage yderligere i løbet af efteråret, men også ved årets udgang skønnes der at være et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Samlet tilsiger konjunktursituationen, at finanspolitikken i 2022 burde dæmpe den økonomiske aktivitet.

Finanspolitikken omtrent neutral i år fraset tilbagerulning af coronatiltag

Finanspolitikken skønnes ifølge regeringens beregninger at reducere væksten i dansk økonomi med knap 1½ pct.point i år i forhold til sidste år. Hovedparten af det negative vækstbidrag skyldes en tilbagerulning af midlertidige coronarelaterede kompensationsordninger, og fraset disse har finanspolitikken en omtrent neutral effekt på væksten i år. Kompensationsordningerne i 2020 og 2021 havde til formål at kompensere husholdninger og virksomheder i en situation, hvor produktionen i store dele af økonomien blev begrænset. Det var dermed et ganske andet sigte end en traditionel udjævning af konjunkturerne, og det er derfor også mindre nyttigt at anvende det sædvanlige mål for finanspolitikkens førsteårsaktivitetsvirkning i 2021 og 2022 til at vurdere, om finanspolitikken var ekspansiv eller kontraktiv i disse år.

Finanspolitikken burde have været strammet mere i år

Finanspolitikkens aktivitetsvirkning kan i stedet sammenlignes med situationen i 2019, hvor økonomien endnu ikke var ramt af pandemien. I forhold til 2019 er finanspolitikken i 2022 lempet svarende til et positivt aktivitetsbidrag på ca. 1 pct.point. Samtidig er kapacitetspresset, målt ved forskellen mellem faktisk og strukturel beskæftigelse, steget med omkring 2 pct.point i perioden. Den finanspolitiske lempelse i 2022 i forhold til 2019 har været uhensigtsmæssig, idet finanspolitikken burde have bidraget til at dæmpe efterspørgslen og dermed inflationen, jf. også anbefalingerne i *Dansk Økonomi, efterår 2021* samt *Dansk Økonomi, forår 2022*.

Nye tiltag bør aktivitetsmæssigt finansieres fuldt ud

Ændringer i den planlagte finanspolitik tager tid at beslutte og implementere, ligesom det tager tid, før ændringerne får effekt på forbrugeres og virksomheders dispositioner. Eventuelle ændringer af den planlagte finanspolitik i år vil derfor formentlig kun have begrænset effekt på den økonomiske aktivitet og inflationen i år. Det er dog væsentligt for forventningsdannelsen og dermed lønudviklingen, at der henover efteråret ikke indgås aftaler, der øger efterspørgselspresset. Eventuelle ekspansive tiltag bør derfor modgås af en finansiering med tilsvarende aktivitetseffekt. Det kan i praksis betyde, at der kan være behov for at finde mere end krone-til-krone-finansiering. Det er i det lys positivt, at aftalen om vinterhjælp fra september 2022 i udgangspunktet er finansieret med en beregnet aktivitetseffekt, der er svagt negativ. Et usikkerhedsmoment i vurderingen af aftalens aktivitetsvirkning er dog, at den frivillige låneordning for el-, gas- og fjernvarme kunder ikke indgår i den traditionelle finanseffektberegning, men alligevel må formodes at kunne virke ekspansivt.

FINANSPOLITIKKEN I 2023

Konjunktursituation omtrent neutral ved udgangen af 2023

Prognosen indebærer et markant fald i beskæftigelsen henover det kommende år. Konjunktursituationen skønnes ved udgangen af næste år at være omtrent neutral, og i 2024 er der udsigt til et negativt beskæftigelsesgap på ca. 1 pct. Det taler alt andet lige for, at finanspolitikken bør være omtrent neutral for væksten i 2023. Der er dog en række hensyn, der kan tale for såvel en strammere som en lempeligere finanspolitik.

Der er argumenter såvel for en strammere finanspolitik …

I retning af en strammere finanspolitik taler risikoen for, at presset på arbejdsmarkedet kan forblive højt længere end lagt til grund i prognosen, og at lønstigningerne derfor øges mere end forventet. Modsat situationen i 2022 vil finanspolitikken i 2023 skulle afveje hensynet til stabilisere prisudviklingen og udviklingen i den samlede aktivitet. Faren for, at inflationen forbliver på et forhøjet niveau med risiko for, at det sætter sig i højere inflationsforventninger, kan tale for, at finanspolitikken bør holdes til den stramme side – også selvom det kan bidrage til at beskæftigelsen falder yderligere. Et yderligere argument for at holde finanspolitikken til den stramme side er, at det erfaringsmæssigt er lettere at lempe end at stramme finanspolitikken.

… som for en lempeligere

I retning af en lempeligere finanspolitik taler, at prognosen indebærer et betydeligt beskæftigelsesfald, og et ligeledes stort fald i boligpriserne. Disse fald risikerer at blive større, hvis husholdninger og virksomheder bliver endnu mere pessimistiske. En moderat lempelse af finanspolitikken kan i den situation medvirke til at begrænse en negativ

forventningsspiral. Hertil kommer, at usikkerheden forbundet med vurderingen af de strukturelle niveauer taler for, at det strukturelle niveau for beskæftigelsen kan være undervurderet, jf. diskussionen i afsnit II.6. Dette vil i givet fald betyde, at beskæftigelsen hurtigere kan falde til et niveau under det strukturelle, hvilket kan trække i retning af, at finanspolitikken ikke bør være for stram i 2023.

Samlet vurderes finanspolitikken passende afstemt med konjunkturudsigterne

Samlet er vurderingen, at en omtrent neutral finanspolitik i 2023 er passende. I forhold til 2022 skønnes finanslovsforslaget inkl. aftalen om vinterhjælp at være svagt kontraktiv for væksten i 2023. Det skyldes dog primært tilbagerulning af coronarelaterede tiltag, og fraset disse er finanslovforslaget omtrent neutralt for væksten. På den baggrund vurderes den planlagte og aktuelt aftalte finanspolitik at være passende afstemt med konjunktursituationen. For at holde den finanspolitiske linje, bør nye tiltag finansieres, så den samlede aktivitetsvirkning er neutral. Det kan, som tidligere nævnt, i praksis betyde, at der kan være behov for at finde mere end krone-til-krone-finansiering.

HENSIGTSMÆSSIGHED AF FORSKELLIGE FINANSPOLITISKE TILTAG

Høj inflation og kompensation af udvalgte grupper …

De aktuelt høje prisstigninger rammer alle grupper i samfundet, men de økonomiske effekter er asymmetrisk fordelt på tværs af befolkningsgrupper. Husholdninger med dyre opvarmningsformer og et i forvejen lavt rådighedsbeløb er særligt udsatte, ligesom virksomheder med energiintensiv produktion og lav likviditet kan være udfordrede. Der er indgået en række aftaler og fremsat yderligere en række forslag, der har til formål at afbøde effekterne af prisstigningerne for udvalgte grupper, jf. diskussionen i kapitel I.

… kan medføre behov for stramninger andre steder

Mange af de gennemførte tiltag har været finansieret, hvilket er positivt. Det er sandsynligt, at der vil opstå behov for yderligere finansieringskilder i den kommende tid. Nye tiltag bør, som nævnt, indgå i den samlede prioritering i finanslovsforhandlingerne og bør være finansierede, så den finanspolitiske linje fra finanslovsforslaget fastholdes.

Anvend tiltag med høj effekt pr. krone

Aktiv finanspolitik kan som udgangspunkt ske gennem en ændring af skatterne, de offentlige investeringer eller det offentlige forbrug. Ændringen af såvel skatter som det offentlige serviceniveau er forbundet med et effektivitetstab, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Det taler for så små ændringer som muligt, og at der anvendes tiltag med så høj aktivitetseffekt pr. krone som muligt. Det offentlige forbrug og de offentlige investeringer påvirker efterspørgslen direkte og har dermed en større aktivitetsvirkning end tilsvarende ændringer af skatterne.

Offentligt forbrug styres via udgiftslofter

Det offentlige forbrug styres overordnet gennem udgiftslofterne, og der er ikke en detailstyring af de enkelte dele af det offentlige forbrug fra centralt hold. I praksis kan der i udmøntningen af udgiftslofterne ske prioriteringer, der har forskellig aktivitetsvirkning. Eksempelvis er aktivitetsvirkningen af visse dele af det offentlige varekøb mindre end gennemsnittet for det offentlige forbrug, fordi der er et større importindhold i særligt købet af fysiske varer.

Vanskeligt at pege på, hvilke dele af offentligt forbrug der bør ændres

Ændringer i forskellige dele af det offentlige forbrug påvirker økonomiens brancher og socioøkonomiske grupper forskelligt, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Der er derfor et vist rum for, at ændringer i det offentlige forbrug kan foretages på en måde, der tager højde for forskellige økonomiske eller politiske hensyn. Hensynet til at mindske effektivitetstabet som følge af ændringer i det offentlige serviceniveau taler for at vælge komponenter med høj aktivitetsvirkning, men herudover er det vanskeligt ud fra et økonomisk perspektiv entydigt at pege på, hvilke dele af det offentlige forbrug der bør ændres, når den generelle finanspolitik skal lempes eller strammes.

Overvej at tillade senere anvendelse af opsparede midler fra 2022 og 2023

Formandskabet har tidligere peget på, at det kan være hensigtsmæssigt med et flerårigt perspektiv i den statslige udgiftsstyring, herunder at reglerne for forbrug og opsparing gøres mere fleksible. Som reglerne er nu, kan opsparede midler i staten ikke uden tilladelse anvendes senere, hvilket tilskynder til en vis "benzinafbrænding" mod slutningen af året, jf. også diskussionen i afsnit II.8. En ændring af reglerne i retning af mere fleksibilitet vil øge effektiviteten i ressourceanvendelsen i den offentlige sektor. I den aktuelle situation kan en tilladelse til at anvende opsparede midler på et senere tidspunkt samtidig medvirke til at reducere det offentlige forbrug i slutningen af 2022 og i 2023 og dermed bidrage til at holde finanspolitikken passende stram.

Offentlige investeringer har direkte aktivitetsvirkning, …

Flere af de tiltag, der allerede er aftalt eller foreslået, lægger op til finansiering gennem en lavere offentlig investeringsramme. I nogle henseender er en reduktion af de offentlige investeringer et godt instrument. Mindre investeringsprojekter som renoveringer af offentlige bygninger eller offentlig infrastruktur kan ofte udskydes, og samtidig påvirker investeringer aktiviteten direkte, herunder typisk i byggesektoren, hvor aktiviteten i længere tid har været høj. En reduktion af aktiviteten i byggesektoren har i den nuværende situation yderligere den fordel, at det kan frigive arbejdskraft, som i stedet kan anvendes til at understøtte og fremskynde den grønne omstilling.

… men der er udfordringer og begrænsninger i det instrument

Der er imidlertid flere udfordringer ved at finansiere udgiftskrævende tiltag gennem en reduktion af investeringerne. Udskydelse af offentlige investeringer, herunder renoveringer og mindre nybyggeri, går ud over størrelsen og kvaliteten af det offentlige kapitalapparat, og udskydelser kan i nogle tilfælde øge omkostningerne. En væsentlig begrænsning ved en reduktion i investeringsrammen er endvidere, at det i praksis kun er den del af rammen, som kan anvendes til nye projekter, der er relevant.

Besparelser på investeringsrammen ikke så konkret

En særlig problemstilling er, at investeringsrammen er mindre veldefineret end eksempelvis udgiftslofterne, der ved lov lægger en øvre grænse for de offentlige forbrugsudgifter, jf. afsnit II.8. Det er vanskeligt at få et overblik over udmøntningen af investeringsrammen, og det anvises ikke altid, hvilke konkrete investeringer der skal udskydes eller helt spares væk. Finansiering ved lavere investeringsramme er på den måde ikke konkret på samme måde som eksempelvis en stigning i skatterne, hvor det står klart, hvem der kommer til at betale for et udgiftskrævende initiativ. Investeringerne er allerede reduceret som andel af BNP i 2023, og det er uklart, hvor stort et råderum, der reelt er for yderligere reduktioner.

Kontraktiv finanspolitik kræver prioriteringer

Det er forbundet med vanskelighed at foretage store opstramninger af finanspolitikken, og de mulige tiltag vil oftest indebære et lavere oplevet serviceniveau for i hvert fald nogle grupper i samfundet. I de fleste tilfælde er det vanskeligt entydigt at pege på konkrete finanspolitiske tiltag, der bør anvendes fremfor andre. Generelt gælder det dog, at det i en stabiliseringssammenhæng er mest hensigtsmæssigt at anvende tiltag med høj effekt pr. anvendt krone, som kan besluttes og implementeres hurtigt.

OFFENTLIGE FINANSER OG BUDGETLOVEN

De offentlige finanser er sunde

Fremskrivningen viser, at den strukturelle saldo både i 2023 og i årene frem mod 2030 vil holde sig klart over underskudsgrænsen, som nu er 1 pct. af BNP. Samtidig viser beregningerne i kapitel III, at finanspolitikken med en holdbarhedsindikator på 1,0 pct. af BNP vurderes at være mere end holdbar. Formandskabets vurdering er derfor, at de offentlige finanser grundlæggende er sunde.

Budgetlovens regler bør diskuteres og justeres

En del af baggrunden for udviklingen i de offentlige finanser er budgetloven, der blev vedtaget i 2012. I foråret 2022 blev det i overensstemmelse med formandskabets tidligere anbefalinger besluttet at sænke underskudsgrænsen fra ½ til 1 pct. af BNP. De øvrige regler i budgetloven er imidlertid ikke ændret siden 2012. Det vurderes, at der som

minimum er behov for at præcisere loven på en række områder, og der vurderes særligt at være behov for at diskutere beregningen af den strukturelle saldo og reglerne for forbrug af opsparing.

Der er afstand mellem grænse og skøn mod 2030, …

… men det kan ændre sig

Skønnene for finanspolitikken har historisk været meget tæt på underskudsgrænsen for den strukturelle saldo. Det er uhensigtsmæssigt med pludselige tilpasninger af finanspolitikken, som udelukkende er en konsekvens af ændrede skøn for den strukturelle saldo, som svækker saldoen midlertidigt. Da beregningen af den strukturelle saldo er forbundet med usikkerhed, og reviderede skøn kan ske, uden at det nødvendigvis er udtryk for en anderledes vurdering af tilstanden for de offentlige finanser, er det derfor relevant at overveje, om der i overensstemmelse med EU-reglerne bør tillades små og midlertidige overskridelser af grænsen, når finanslovsforslaget fremlægges. Med beslutningen om at sænke underskudsgrænsen er der imidlertid kommet større afstand mellem den forventede strukturelle saldo og grænsen for de maksimalt tilladte underskud. Selvom det kan ikke afvises, at forventet saldo og grænse vil komme tættere på hinanden igen, er diskussionen dog mindre aktuel, end den har været.

Metoden bør dokumenteres samlet, og ændringer bør diskuteres

Beregningen af den strukturelle saldo sker med udgangspunkt i en metode fastlagt af Finansministeriet. Den strukturelle saldo afhænger både af skønnet for den faktiske saldo og af en lang række metodevalg, som kan og bør diskuteres. For at sikre størst mulig gennemsigtighed omkring beregningerne bør dokumentationen af metoden samles og løbende opdateres, og de foretagne valg begrundes. Fremover bør metodeændringer begrundes og dokumenteres, og der bør der være mulighed for en reel diskussion af ændringer, inden de indføres som en del af den grundlæggende metode.

Budgetter overholdes i kommuner og regioner efter sanktioner, …

Baggrunden for budgetlovens system med udgiftslofter og sanktioner var en længere årrække, hvor de offentlige budgetter ikke var blevet overholdt. Det gjaldt især i kommuner. Siden indførelsen af sanktioner i kommuner og regioner har budgetterne været overholdt, og der ses ikke længere store mindreforbrug, sådan som det var tilfældet i de første år efter sanktionernes indførelse. En analyse fra Finansministeriet finder heller ikke tydelige tegn på, at sanktionerne har ført til ændringer i forbrugsmønstret over året og eventuel "benzinafbrænding". Det kan være udtryk for, at kommunerne og regionerne gradvist er blevet bedre til at koordinere under et samlet loft.

… men flerårighed i sanktioner bør overvejes

Sanktionerne for kommuner og regioner gælder kun driftsudgifterne og har et etårigt perspektiv, så mindreforbrug ikke kan bruges i de følgende år. Det betyder, at selv beskedne mindreforbrug for kommuner

og regioner under et over tid kan akkumuleres til en større kassebeholdning af opsparede midler, som ikke kan bruges på driftsudgifter senere. Det kan potentielt forvride prioriteringen, da kassebeholdningen i stedet kan bruges på eksempelvis anlæg eller skattenedsættelser. Der er derfor et argument for at overveje flerårighed i sanktionerne, hvor et veldefineret mindreforbrug i et givet år kan overføres til det eller de efterfølgende år, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

I staten er der tegn på ændret forbrugsmønstre over året …

… og fleksibilitet i opsparingsregler kan med fordel efterses

I staten ses i modsætning til i regioner og kommuner et vedvarende og relativt stort mindreforbrug under driftsloftet. Det kan indikere et potentiale for at forbedre budgetregler og udgiftsstyring. Statslige regler for opsparing er et af de steder, hvor det forekommer særligt relevant at overveje, om reglerne har den rette balance mellem central styring og lokal fleksibilitet. Samtidig med budgetloven blev der indført en begrænsning af muligheden for at forbruge de enkelte institutioners opsparing. For de statslige driftsbevillinger til blandt andet køb af varer og tjenester i offentlige institutioner ses en ændring i forbrugsmønstret over året efter 2012, som var det år, hvor de strengere budgetregler blev annonceret. Det kan være en indikation af, at reglerne har påvirket forbrugsmønstret i løbet af året og ført til mere "benzinafbrænding" i slutningen af året. Der er for nylig gennemført ændring af reglerne, men det bør overvejes, om der skal gøres mere for at sikre en bedre balance mellem central styring og fleksibilitet. En mulighed er, at reglerne midlertidigt lempes, sådan at statslige institutioner på forsøgsbasis tillades at anvende opsparede midler fra 2022 og 2023 på et senere tidspunkt med henblik på at opnå erfaringer om virkning. Det vil i den aktuelle situation kunne bidrage til at holde finanspolitikken passende stram.

LITTERATUR

Andersen, T.B. og C.-J. Dalgaard (2011): Flows of People, Flows of Ideas, and the Inequality of Nations. *Journal of Economic Growth,* 16, s. 1-32.

Ball, L.M., D. Leigh og P. Mishra (2022): Understanding US Inflation During the COVID Era. *Brookings Papers on Economic Activity Conference Drafts*, 2022(2).

Ball, L.M. og S. Mazumder (2019): The Nonpuzzling Behavior of median Inflation. NBER Working Paper No. 25512.

Barnichon, R. og A.H. Shapiro (2022): What's the Best Measure of Economic Slack? Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Letter.

Beynet, P. og A. Goujard (2022): The Surge in Inflation Dispersion in the Euro Area: Key Drivers and Policy Responses. VoxEU artikel. CEPR.

Bloom, N., P. Mizen og S. Taneja (2022a): Comparing Online to In Person Meetings. VoxEU-artikel. CEPR.

Bloom, N., R. Han og J. Liang (2022b): How Hybrid Working From Home Works Out. NBER working paper No. 30292.

Bobeica, E. og A. Sokol (2019): Drivers of Underlying Inflation in the Euro Area Over Time: A Phillips Curve Perspective. *ECB Economic Bulletin*, 2019(4).

Bok, B., N. Petrosy-Nadeau, R.G. Valetta og M. Yilma (2022): Finding a Soft Landing along the Beveridge Curve. Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Bräuning, F., J.L. Fillat og G. Joaquim (2022): Cost-Price Relationships in a Concentrated Economy. Federal Reserve Bank of Boston Research Paper Series, Current Policy Perspectives Paper No. 94265.

Carrière-Swallow, Y., P. Deb, D. Furceri, D. Jimenez og J.D. Ostry (2022): Shipping Costs and Inflation. Working Paper No. 61. IMF.

Caselli, F., M. Koren, M. Lisicky og S. Tenreyro (2020): Diversification Through Trade. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), s. 449-502.

Celasun, O., N.-J. Hansen, A. Mineshima, M. Spector og J. Zhou (2022): Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next? Working Paper No. 31. IMF.

Consensus Economics (2022): Consensus Forecast. September 2022.

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

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

Danmarks Nationalbank (2021): Digitaliserede økonomier har klaret sig bedre gennem pandemien. Economic Memo (6).

Danmarks Nationalbank (2022a): Endnu flere boligejere konverterede i 2. kvartal. *Bank og realkredit, balancer, august 2022.*

Danmarks Nationalbank (2022b): Kraftige stigninger i forbrugerpriserne udfordrer dansk økonomi. Analyse (11).

Danmarks Nationalbank (2022c): (Mis)matching in the Post-Pandemic Danish Labour Market. Economic Memo (9).

Danmarks Nationalbank (2022d): Monetære og finansielle tendenser – september 2022. Analyse (10).

Danmarks Statistik (2022): Hjemmearbejde er mere udbredt end før Covid-19. *Nyt fra Danmarks Statistik* (286). August 2022.

Danske Bank (2022): Renteudsigter – Rentetoppen er ikke nået endnu. Research. September 2022.

De Loecker, J., J. Eeckhout og G. Unger (2020): The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), s. 561-644.

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

De Økonomiske Råds formandskab (2009): *Økonomi og Miljø, 2009.*

De Økonomiske Råds formandskab (2012): *Dansk Økonomi, efterår 2012.*

De Økonomiske Råds formandskab (2014): *Økonomi og Miljø, 2014.*

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

De Økonomiske Råds formandskab (2019a): *Dansk Økonomi, forår 2019.*

De Økonomiske Råds formandskab (2019b): *Dansk Økonomi, efterår 2019.*

De Økonomiske Råds formandskab (2020a): *Produktivitet, 2020.*

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

De Økonomiske Råds formandskab (2021a): *Produktivitet, 2021.*

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

De Økonomiske Råds formandskab (2021c): *Økonomi og Miljø, 2021.*

De Økonomiske Råds Formandskab (2022a): *Produktivitet, 2022.*

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

DI (2022a): Efter to års uro: Større lagre og flere underleverandører. DI analyse. April 2022.

DI (2022b): Rapport: Otte ud af 10 virksomheder åbner for mere hjemmearbejde efter COVID-19. DI analyse. Januar 2022.

Di Giovanni, J., S. Kalemli-Özcan, A. Silva og M.A. Yildirim (2022): Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation. NBER Working Paper No. 30240.

ECB (2010): Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy. Occasional Paper Series No. 113.

ECB (2020): Virtually Everywhere? Digitalisation and the Euro Area and EU Economies. ECB Occasional Paper Series No. 244.

EFB (2022): *The European Fiscal Board assesses the appropriate fiscal stance for the euro area in 2023.* Juni 2022

EU-Kommissionen (2022a): *European Economic Forecast, Winter 2022.*

EU-Kommissionen (2022b): *European Semester Spring Package: Sustaining a green and sustainable recovery in the face of increased uncertainty.* Maj 2022.

Finansministeriet (2022a): *Erfaringer med budgetloven 2014-2020*. April 2022.

Finansministeriet (2022b): *Forslag til finanslov for finansåret 2023*. August 2022.

Finansministeriet (2022c): *Vinterhjælp*. September 2022.

Finansministeriet (2022d): *Økonomisk Redegørelse, august 2022.*

Finansministeriet (2022e): *2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026*. August 2022.

Ganapati, S., J.S. Shapiro og R. Walker (2020): Energy Cost Pass-Through in US Manufacturing: Estimates and Implications for Carbon Taxes. *American Economics Journal: Applied Economics*, 12(2), s. 303-342.

Goda, S.G. og E.J. Soltas (2022): The Impact of Covid-19 Illnesses on Workers. NBER Working Paper No. 30435.

Hazell, J., J. Herreno, E. Nakamura og J. Steinsson (2022): The Slope of the Phillips Curve: Evidence From US States. *The Quarterly Journal of Economics*, 137(3), s. 1299-1344.

Hintermann, B., M. Žarković, C. Di Maria og U.J. Wagner (2020): The Effect of Climate Policy on Productivity and Cost Pass-Through in the German Manfacturing Sector. Arbejdspapir.

Indenrigs- og Boligministeriet (2022): *Initiativer til modvirkning af store huslejestigninger.* August 2022.

Jordá, Ó., C. Liu, F. Nechio og F. Rivera-Reyes (2022): Why Is U.S. Inflation Higher than in Other Countries? Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Kiss, Á, A. Turrini og A. Vandeplas (2022): Tight Euro Area Labour Markets After Covid-19: The Role of Labour Market Mismatch. VoxEU-artikel. CEPR.

Konczal, M. og N. Lusiani (2022): Prices, Profits, and Power: An Analysis of 2021 Firm-Level Markups. Arbejdspapir.

Kostenbauer, K. (2022): Do Producer Prices Predict Consumer Prices? Statistics Canada.

Kouvavas, O., C. Osbat, T. Reinelt og I. Vansteenkiste (2021): Markups and Inflation Cyclicality in the Euro Area. ECB Working Paper Series No. 2617.

Kuik, F., J.F. Adolfsen, E.M. Lis og A. Meyer (2022): Energy Price Developments In and Out of the COVID-19 Pandemic – From Commodity Prices to Consumer Prices. *ECB Economic Bulletin*, 2022(4).

Meyler, A. (2009): The pass through of oil prices into euro area consumer liquid fuel prices in an environment of high and volatile oil prices. *Energy Economics*, 31(6), s. 867-881.

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

OECD (2022a): *Economic Outlook No. 111*. Juni 2022.

OECD (2022b): *Interim Economic Outlook No. 112*. September 2022.

Peersman, G. (2022): International Food Commodity Prices and Missing (Dis)Inflation in the Euro Area*. The Review of Economics and Statistics*, 104(1), s. 85-100.

Pless, J. og A.A. van Benthem (2019): Pass-Through as a Test for Market Power: An Application to Solar Subsidies. *American Economic Journal*: *Applied Economics*, 11(4), s. 367-401.

Regeringen (2022a): *Danmarks Konvergensprogram 2022*.

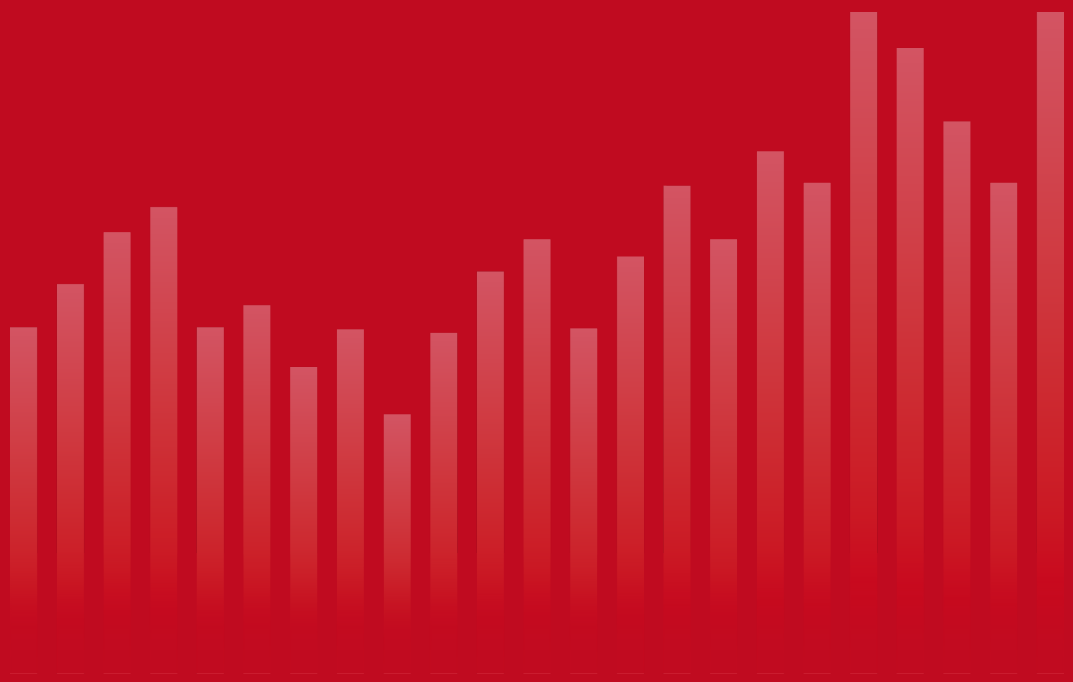
Regeringen (2022b): *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik*. Marts 2022.

Rodgers, A. og W.M. Kassens (2022): What does the Beveridge Curve Tell Us about the Labor Market Recovery. Federal Reserve Bank of St. Louis.

Sanktionslovgivningen og kommunernes økonomiske styring – Centrale udviklinger i kommunernes forbrugsmønstre på serviceudgifterne 2008-2014.

Shapiro, A.H. (2022): How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? Economic Letter. Federal Reserve Bank of San Francisco.

Weyl, E.G. og M. Fabinger (2013): Pass-through as an Economic Tool: Principles of Incidence under Imperfect Competition. *Journal of Political Economy*, 121(3), s. 528-583.



Dansk Økonomi, efterår 2022