

De Økonomiske Råd   
Formandskabet

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

## **KAPITEL II**

### **KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER**

Dansk økonomi har haft stor fremgang gennem 2021, og i begyndelsen af 2022 var aktivitetsniveauet højt. Beskæftigelsen lå i februar ca. 3¾ pct. over det skønnede strukturelle niveau. Udsigt til begyndende konjunkturnormalisering, nedskalering af coronainsatsen samt høj inflation trak i retning af afdæmpet vækst allerede forud for Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar.

Krigen forstærker de negative impulser. Inflationen er tiltaget, renterne er steget, og usikkerheden øget. På denne baggrund forventes omtrent stilstand i dansk økonomi gennem året og svag vækst i 2023.

Prognosen indebærer, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et beskæftigelsesgap i 2023 på ca. 1¾ pct. Det er derfor vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive.

## II.1

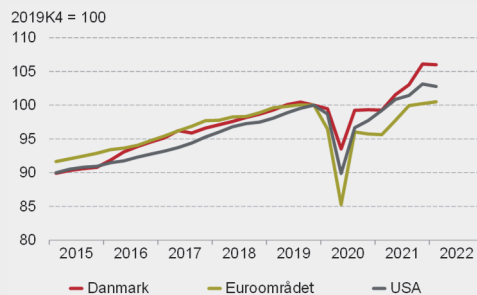
## INDLEDNING

### Højt aktivitetsniveau i dansk økonomi før krigen i Ukraine

Der har været betydelig fremgang i dansk økonomi det seneste år. BNP var i første kvartal i år 6 pct. over niveauet fra slutningen af 2019, før coronakrisen brød ud. Det er en væsentlig større fremgang end set i USA og især i euroområdet, jf. figur II.1. Den gunstige konjunktursituation i Danmark afspejles også på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen steg i et hidtil uset tempo gennem 2021. Det seneste år er beskæftigelsen steget knap 165.000 personer, og i februar 2022 skønnes beskæftigelsen at være ca. 3¾ pct. over det strukturelle niveau. Aktivitetsniveauet i dansk økonomi var dermed højt, da verdensøkonomien blev ramt af et nyt, negativt stød i form af Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar 2022.

FIGUR II.1 BNP

BNP er steget mere i Danmark end i euroområdet og USA siden coronakrisens udbrud.

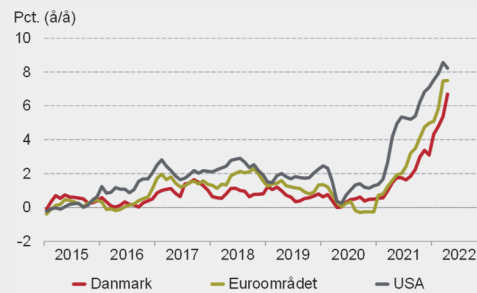


Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2022 for BNP og april 2022 for inflationen. Inflationen er opgjort som årlige ændringer i forbrugerprisindekset.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

FIGUR II.2 INFLATION

Inflationen er tiltaget i store dele af verden igennem det seneste år.



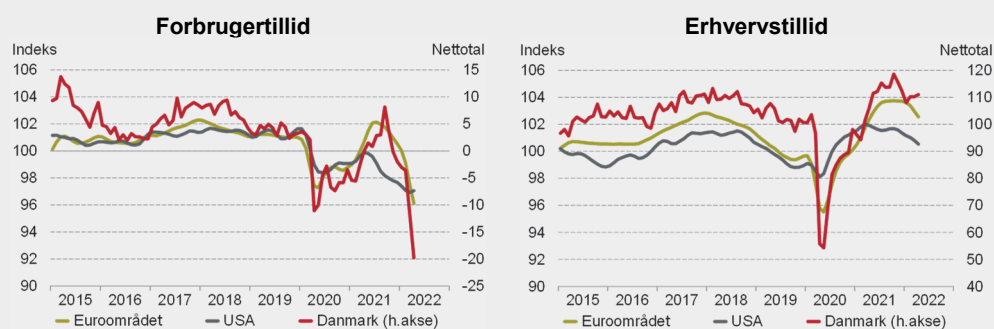
### Krigen dæmper vækstudsigter og øger usikkerheden

Inflationen steg markant i store dele af den vestlige verden igennem 2021 og i begyndelsen af 2022, jf. figur II.2. Det afspejler pres på de globale forsyningskæder, tiltagende efterspørgsel i mange lande og stigende energi-, fødevarer- og råvarepriser. De inflationære tendenser er blevet forstærket af krigen i Ukraine, sanktionerne rettet mod Rusland og de russiske modsvar. Det dæmper alt andet lige den globale produktion og efterspørgsel samtidig med, at den globale forsynings-situation fortsat er påvirket af pandemien. Krigen i Ukraine påvirker

desuden samhandlen negativt og øger usikkerheden om de økonomiske udsigter, hvilket kan bidrage til tilbageholdenhed i forbrug og investeringer den kommende tid. Tillidsindikatorerne peger på, at forbrugerne i højere grad end virksomhederne er påvirkede af den aktuelle situation, jf. figur II.3. Det gælder i Danmark, men også i euroområdet og USA. Væksten de kommende år dæmpes desuden af, at en gradvis normalisering af konjunktursituationen fra det gunstige udgangspunkt trækker i retning af lavere vækst.

**FIGUR II.3 TILLIDSINDIKATORER**

Forbrugertilliden er faldet markant i begyndelsen af 2022, mens faldet i erhvervstilliden har været mere begrænset.



Anm.: Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

### Prognosen bygger på udlandsforudsætninger fra IMF

Udviklingen i international økonomi er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Særligt for europæisk økonomi er der betydelig usikkerhed knyttet til krigen i Ukraine. Prognoser for udviklingen i international og dansk økonomi de kommende år kan derfor ikke ses separat fra udviklingen i krigen. Prognosen for udviklingen i dansk økonomi bygger på forudsætningerne i hovedscenariet i den seneste vurdering fra IMF. Heri forudsættes, at de nuværende sanktioner mod Rusland opretholdes i 2022-23, og at konflikten ikke spreder sig til andre lande. Såfremt olie- eller gasforsyningerne afbrydes i betydeligt omfang i forhold til situationen medio maj 2022, vil det dermed indebære forværrede internationale udsigter i forhold til forudsætningerne bag prognosen. Med hensyn til covid-19 forudsætter IMF, at der ikke opstår nye mutationer, der kræver yderligere aktivitetsbegrænsende tiltag. Effekten fra eventuelle nye smittebølger på den økonomiske aktivitet antages imidlertid at være mindre end i hidtidige bølger.

**Finanspolitikken er lempet i år og er lempelig i forhold til 2019**

Aktiviteten i år understøttes af en lempelig finanspolitik. I år er der gennemført en række ufinansierede finanspolitiske tiltag for ca. 15 mia. kr. i forhold til finanslovsforslaget. Det drejer sig om flere udgifter til test og vaccine henover vinteren, øgede militærudgifter, udgifter til ukrainske flygtninge samt varmecheck. Finanspolitikken i 2022 skønnes samlet set at bidrage med ca. 1¼ pct.point til BNP-væksten i forhold til 2019 og indebære en forværring af den strukturelle saldo på ca. 1 pct. af BNP i 2022 i forhold til 2019.

**Strukturel saldo i 2022 bryder grænsen i budgetloven**

Budgetloven har en grænse for underskuddet på den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP,<sup>1</sup> og denne grænse brydes i det aktuelle skøn for 2022. Det vurderes dog, at overskridelsen kan henføres til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, jf. diskussionen i afsnit II.8.

**Udsigt til stilstand i BNP gennem året**

Der forventes samlet en betydelig afdæmpning i efterspørgsel og produktion gennem resten af året som følge af øget usikkerhed, faldende realindkomst og produktivetsfald afledt af forsyningskædeforstyrrelser og mangel på arbejdskraft, jf. figur II.4. Trods den markante afdæmpning ventes BNP i år som gennemsnit at være ca. 3½ pct. højere end sidste år, jf. tabel II.1. Det skyldes den markante fremgang igennem 2021, sådan at aktivitetsniveauet allerede i begyndelsen af i år var markant over gennemsnittet for sidste år. Det høje aktivitetsniveau forud for krigen indebærer også, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et betydeligt inflations- og lønpres og en beskæftigelse, der ventes at ligge ca. 3½ pct. over det skønnede strukturelle niveau i år. Prognosen indebærer en vis normalisering af konjunktursituationen, hvor output- og beskæftigelsesgap indsnævres, men aktiviteten ventes fortsat at ligge over det strukturelle niveau. Beskæftigelsesgap skønnes i 2023 fortsat at være ca. 1¼ pct.

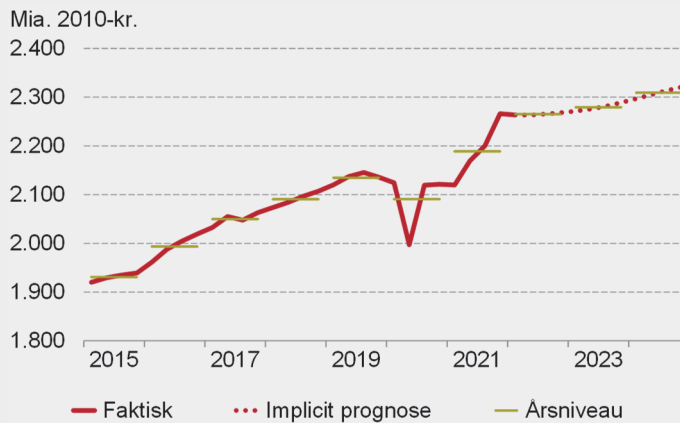
**Høje lønstigninger i 2023, men ingen accelererende lønprisspiral**

Den fortsat høje aktivitet i dansk økonomi med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet kombineret med en inflation, der ikke er set højere siden 1980'erne, ventes at øge lønstigningerne, særligt i 2023. I år ventes inflationen at blive ca. 5 pct., og næste år ventes lønstigninger på ca. 4½ pct. Lønstigningerne forventes også at være lidt højere end normalt årene efter. Det afspejler lønmodtagernes forventning om kompensation for reallønsfaldet i 2022 snarere end højere inflationsforventninger. I prognosen igangsættes derfor heller ikke en accelererende lønprisspiral. Det skal ses med baggrund i, at inflationstakten ventes at falde henover andet halvår af 2022, og husholdningernes inflationsforventninger forudsættes at være forankrede på længere sigt.

1) Budgetlovens grænse for det strukturelle underskud ændres den 1. juli 2022 til et underskud på 1 pct. af BNP.

**FIGUR II.4 IMPLICIT KVARTALSPROGNOSE FOR BNP**

Der ventes omtrent stilstand i BNP gennem året, men stigningen igennem 2021 indebærer, at årsniveauet for 2022 ventes at blive ca. 3½ pct. højere end årsniveauet for 2021.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2022, som bygger på Danmarks Statistiks BNP-indikator. Den prikkede røde kurve viser en implicit kvartalsprofil, som er i overensstemmelse med årsvækstraterne.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

**Risiko for længere periode med lav vækst og høj inflation**

International økonomi har de seneste år været ramt af en række negative udbudsstød. Der er betydelig risiko for nye negative stød til energi- eller fødevarerforsyningen samt til forsyningskæderne, hvilket vil øge det inflationære pres og dæmpe væksten yderligere i Danmark. Her til kommer, at det store kapacitetspres i kombination med den aktuelt høje inflation risikerer at øge lønmodtagernes forventninger til inflationen på mellemlang sigt. Det kan føre til øgede lønkrav, som går udover kompensationen for reallønstab i 2022-23. Det risikerer at igangsætte en selvforstærkende lønprisspiral. Risikoen for dette er også til stede i flere andre lande, herunder særligt i USA. I værste fald kan uforankrede inflationsforventninger føre til en periode med stagflationslignende tilstande, hvor inflationen er høj og væksten lav.

**TABEL II.1 HOVEDTAL I PROGNOSEN**

BNP ventes at blive ca. 3½ pct. højere i år end sidste år, og beskæftigelsen skønnes at være ca. 3½ pct. højere end det strukturelle niveau i år.

	2021	2022	2023	2030 <sup>a)</sup>
BNP (realvækst i pct.)	4,7	3,5	0,6	1,4
Beskæftigelsesgap (pct.)	1,6	3,6	1,8	0,0
Nettoledighed	94	58	74	96
Offentlig saldo (pct. af BNP)	2,3	0,6	-0,3	-0,2
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-1,7	-0,6	0,1	-0,2
Inflation (pct.)	2,1	4,9	2,5	1,9
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	5,2	3,2	2,6	1,7
10-årig dansk statsobligation (pct.)	0,0	1,1	1,5	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 2023 til 2030.

Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

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

### Indhold i kapitlet

I afsnit II.2 beskrives udviklingen i international økonomi. Afsnittet har fokus på den høje inflation, de pengepolitiske reaktioner herpå samt på betydningen af krigen i Ukraine for de globale vækstudsigter. I afsnit II.3 sættes yderligere fokus på den høje inflation, som har overrasket mange prognosemagere. I afsnittet beskrives årsagerne til, at inflationen har været uventet høj, og konsekvenserne heraf diskuteres. Afsnittet indeholder desuden en kvalitativ vurdering af udsigterne for inflationen de kommende år. I afsnit II.4 præsenteres forventningerne til udviklingen i dansk økonomi de kommende år. Afsnittet har fokus på det høje aktivitetsniveau i dansk økonomi ved indgangen til 2022 samt de afdæmpende effekter, krigen i Ukraine og den høje inflation forventes at få de kommende år. Beskæftigelsen er steget markant i forhold til niveauet ved udgangen af 2019, og i afsnit II.5 dykkes nærmere ned i sammensætningen af beskæftigelsesfremsgangen. Udviklingen på de offentlige finanser beskrives i afsnit II.6 med fokus på aktivitetsvirkningen af det offentlige forbrug. I afsnit II.7 gennemgås reglerne for exceptionelle omstændigheder i budgetloven samt i stabilitets- og vækstpacten, og det diskuteres, i hvilket omfang der er exceptionelle omstændigheder i 2022. Kapitlet afsluttes med vurderinger og anbefalinger i afsnit II.8.

## II.2

# INTERNATIONAL ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

### Indhold i afsnittet

Krigen i Ukraine har skabt fornyet usikkerhed i den internationale økonomi i en situation, hvor verdensøkonomien fortsat er præget af forstyrrelserne forårsaget af covid-19-pandemien. Afsnittet indledes med en diskussion af, hvordan de internationale vækstudsigter påvirkes af krigen i Ukraine og sanktionerne rettet mod Rusland. De efterfølgende to delafsnit fokuserer på den høje og tiltagende inflation i USA og euroområdet siden midten af 2021. Inflation behandles yderligere i afsnit II.3 med særligt fokus på effekterne af uventet inflation. Dernæst følger et delafsnit om pengepolitik og renteutviklingen, inden udlandsprognosen præsenteres. Til slut diskuteres de væsentligste risikofaktorer for international økonomi de kommende år, som især knytter sig til det fortsatte forløb for krigen i Ukraine og risikoen for stagflation, men også til den videre udvikling i covid-19-pandemien.

### KRIGEN I UKRAINE UDGØR NYT NEGATIVT STØD TIL VERDENSØKONOMIEN

### Relativt positive udsigter ved indgangen til 2022

Ved indgangen til 2022 var der udsigt til mere normale økonomiske tilstande i verdensøkonomien efter to år præget af covid-19-pandemien. I mange lande var den økonomiske vækst tiltaget, blandt andet hjulpet på vej af en lempelig finans- og pengepolitik, ligesom de realøkonomiske effekter af pandemien var mindsket betragteligt under de seneste smitteudbrud. Efterdønningerne fra pandemien medførte dog stadig visse udfordringer for verdensøkonomien, hvor en høj efterspørgsel kombineret med udbudsbegrænsninger gav anledning til flaskehalse i forsyningskæderne og stigende priser på blandt andet råvarer. Den højere inflation og forventninger til pengepolitiske stramninger bidrog til stigende markedsrenter.

### Krigen i Ukraine får realøkonomisk effekt

Udbruddet af krigen i Ukraine i slutningen af februar 2022 udgør det andet store negative stød til verdensøkonomien indenfor to år og har skabt fornyet usikkerhed om udsigterne for den internationale økonomi. Krigen påvirker både samhandel, produktion og efterspørgsel og må ventes at få realøkonomiske konsekvenser, særligt i en række europæiske lande, der er afhængige af samhandel med Rusland (og Ukraine). En væsentlig kanal, som også vil ramme lande udenfor Europa, er højere priser på energi, fødevarer og andre råvarer. Øget usik-



kerhed om de økonomiske udsigter kan desuden føre til tilbageholdenhed blandt såvel forbrugere som virksomheder, hvilket vil dæmpe den økonomiske aktivitet yderligere. Der er stadig betydelig usikkerhed knyttet til de økonomiske konsekvenser af krigen, og effekterne vil både afhænge af krigens længde og intensitet samt af de politiske reaktioner, både fra Vestens og Ruslands side.

### **KRIGEN DÆMPER VÆKSTUDSIGTERNE YDERLIGERE**

#### **Ukraine og Rusland er vigtige på råvaremarkederne**

Helt overordnet spiller Ukraine og Rusland kun en mindre rolle i verdensøkonomien. De to lande står tilsammen for omkring 2 pct. af verdens samlede eksport, og deres produktion udgør omkring 4 pct. af globalt BNP. Dertil kommer, at de to lande kun har relativt beskedne økonomiske og finansielle forbindelser til andre lande, dog med undtagelse af en række østeuropæiske og centralasiatiske lande, jf. Verdensbanken (2022). På trods af dette har krigen allerede fået mærkbare afsmittende effekter på den globale økonomi. Dette skyldes, at Rusland og Ukraine spiller en vigtig rolle på nogle af de globale råvaremarkeder, jf. boks II.1. De to lande står for en høj andel af verdens samlede eksport af visse fødevarer, ligesom Rusland spiller en central rolle i den globale eksport af energi. Dertil kommer, at Rusland er en vigtig eksportør af visse metaller og mineraler.

#### **Krigen reducerer udbud og hæver priser**

Krigen og sanktionerne rettet mod Rusland påvirker dermed primært den internationale økonomi gennem forstyrrelser i udbuddet af energi og en række andre råvarer og fødevarer. Dette har givet sig udslag i betydelige prisstigninger på disse varer, især på energi, jf. figur II.5 og boks II.2. Forstyrrelserne af udbuddet skaber nye udfordringer i de globale forsyningskæder i en situation, hvor udfordringerne forårsaget af pandemien stadig spiller en rolle. De højere priser øger virksomhedernes produktionsomkostninger, og forbrugerne påvirkes både direkte i form af større omkostninger til opvarmning og transport og indirekte i det omfang, at virksomhederne overvælter de forøgede produktionsomkostninger i forbrugerpriserne. Hvis virksomhederne vælger at øge salgspriserne som følge af de højere produktionsomkostninger, vil prisstigningerne sætte sig i et mere bredt udsnit af varer og tjenester. Højere priser på forbrug udhuler forbrugernes købekraft på tværs af lande og trækker dermed i retning af lavere efterspørgsel.

#### **Stigende priser allerede før invasionen**

Det er dog ikke kun krigen, der har forårsaget høje prisstigninger. Allerede forud for invasionen var priserne på energi og andre råvarer steget. Det afspejler blandt andet det pres på de globale forsyningskæder, som pandemien har forårsaget, ligesom kapacitetspresset i løbet af 2021 er tiltaget i takt med genopretningen af landenes økonomier, jf.

også senere i afsnittet. Dertil kommer et opadgående pres på energipriserne henover efteråret og vinteren 2021-22 som følge af, at mindre regn og blæst end sædvanligt førte til mindre produktion af energi fra disse energikilder. Allerede forud for invasionen af Ukraine havde Rusland desuden reduceret sine gasleverancer til Europa, hvilket resulterede i mindre naturgaslagre og derigennem højere gaspriser. Invasionen af Ukraine har dermed forstærket de inflationære tendenser, der allerede var til stede forud for krigen.

## BOKS II.1 UKRAINES OG RUSLANDS ROLLER PÅ RÅVAREMARKEDERNE

### *Centrale eksportvarer fra Rusland og Ukraine*

Rusland er en vigtig eksportør af energi. Dette gælder især naturgas og kul, hvor eksport fra Rusland udgør ca. 25 henholdsvis ca. 20 pct. af den samlede globale eksport. Rusland er også en vigtig eksportør af råolie og står for over 10 pct. af den globale eksport. Rusland spiller desuden en vigtig rolle i eksporten af visse metaller og mineraler, som er et vigtigt input i produktionsprocessen. Dette gælder blandt andet palladium, som er et vigtigt input i bilproduktionen, nikkel, som blandt andet anvendes i batterier, samt argon og neon, der anvendes i halvledere. Omkring 20 pct. af den samlede globale eksport af nikkel henholdsvis palladium stammer fra Rusland, mens dette gælder omkring 10 pct. for aluminium. Rusland står desuden for omkring 15 pct. af den globale eksport af gødning.

Ukraine spiller især en central rolle i den globale produktion af visse fødevarer. Ukraine er blandt andet verdens største eksportør af planteolie (blandt andet solsikkeolie) og står for omkring 40 pct. af den samlede globale eksport. Over 10 pct. af den globale eksport af majs stammer ligeledes fra Ukraine. Rusland og Ukraine står desuden tilsammen for omkring 25 pct. af verdens samlede eksport af hvede.

### *Importører af russiske og ukrainske råvarer*

Euroområdet er især afhængig af import af energi og metaller fra Rusland. Omkring 40 pct. af den samlede import af kul i euroområdet stammer fra Rusland, mens dette gælder 35 pct. for naturgas og 20 pct. for råolie.

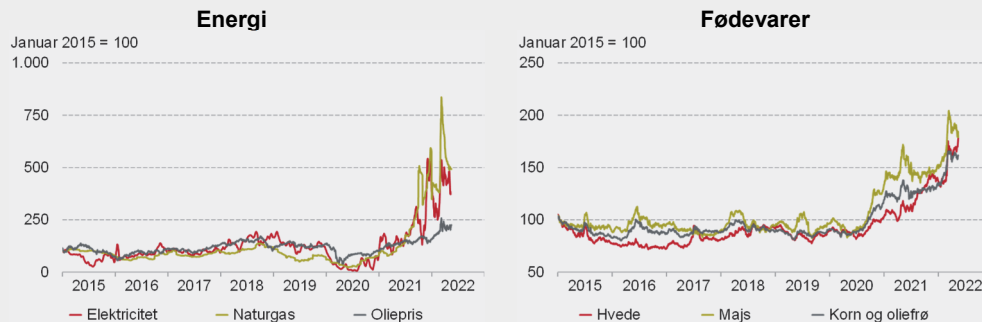
Indenfor euroområdet er især Tyskland afhængig af energiimport fra Rusland, hvor ca. en tredjedel af det samlede energiforbrug er importeret fra Rusland. Opdelt på energiformer gælder dette over 50 pct. for naturgas, knap 35 pct. for olie og ca. 25 pct. for kul.

Især en række lande fra Østeuropa, Centralasien, Mellemøsten og Afrika er desuden afhængige af import af hvede fra Rusland og Ukraine. I disse lande består 75 pct. eller mere af deres samlede forbrug af hvede af import fra de to lande.

Kilder: Bachmann mfl. (2022) og Verdensbanken (2022).

**FIGUR II.5 RÅVAREPRISER**

Råvarepriserne var allerede begyndt at stige i 2021, men i de første måneder af 2022 er prisstigningerne taget yderligere til. Energifriserne er steget markant mere end fødevarerpriserne.



Anm.: Olieprisen er prisen på en tønde brentolie. Naturgasprisen er prisen på hollandsk TTF-naturgas. Elprisen er den nordiske elpris fra elbørsen Nord Pool. På grund af store daglige udsving er elprisen vist som tougers glidende gennemsnit. Fødevarerprisindeksene er fra International Grains Council. Seneste observation er 16. maj 2022 for olie og naturgas, 18. maj 2022 for el og 13. maj 2022 for fødevarer. Bemærk at skalaen er forskellig på de to figurer, mens indekseringen er den samme.

Kilde: Macrobond.

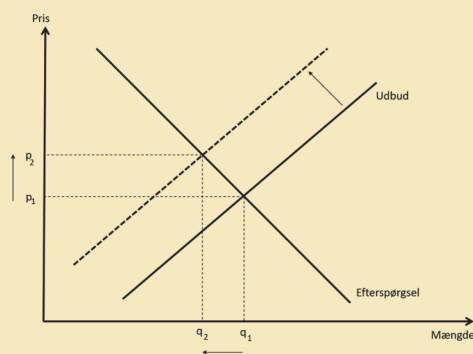
### Usikkerhed kan dæmpe efterspørgslen yderligere

I tillæg til de højere priser indebærer den russiske invasion en betydelig usikkerhed, som kan føre til tilbageholdenhed i såvel forbrug som investeringer. Usikkerheden knytter sig i første omgang til krigens omfang og varighed samt til spørgsmålet om sanktionernes størrelse og eventuelle modreaktioner fra Rusland, eksempelvis i form af stop for salg af olie og gas til Vesten. Usikkerheden knytter sig også til den reaktion, centralbanker og regeringer rundt om i verden vil foretage som konsekvens af situationen, herunder den kraftige stigning i inflationen. Udviklingen i forbrugertilidsindikatorerne for USA og euroområdet indikerer, at usikkerheden blandt husholdningerne steg i forbindelse med udbruddet af krigen, jf. figur II.6. I april befandt forbrugertiliden sig i begge lande på et lavere niveau end under udbruddet af coronapandemien. For aktiemarkederne indikerer udviklingen i højfrekvente volatilitetsindeks omvendt, at usikkerheden på de finansielle markeder toppede i dagene omkring invasionen, og at usikkerheden efterfølgende er faldet tilbage til et lavere niveau, jf. figur II.7. Volatiliteten på aktiemarkederne har i hele perioden desuden ligget på et lavere niveau end i tiden omkring udbuddet af coronapandemien i 2020 og finanskrisen i 2008.

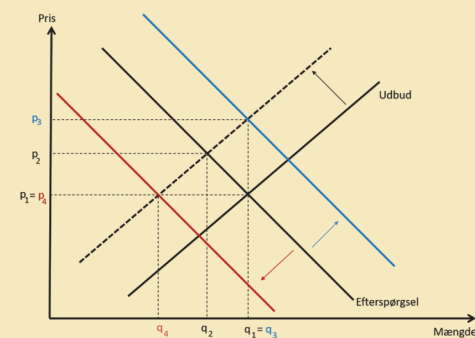
## BOKS II.2 UDBUDSSTØD OG POLITISK RESPONS

Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød. I forbindelse med covid-19-pandemien har den økonomiske aktivitet været underlagt en række begrænsninger, og forsyningskæderne har været ekstraordinært pressede. Det begrænser virksomhedernes adgang til input i produktionen, presser produktiviteten og øger dermed omkostningerne. Det seneste udbudsstød er krigen i Ukraine, som yderligere reducerer tilgængeligheden af en række råvarer og input i produktionen. De negative udbudsstød øger priserne og mindsker samtidig den producerede mængde, jf. figur A.

FIGUR A UDBUDSSTØD



FIGUR B POLITISK RESPONS PÅ UDBUDSSTØD



Udbudsrestriktioner sætter den økonomiske politik (både mht. finans- og pengepolitikken) i et dilemma. *Ekspansiv finanspolitik* kan stabilisere output, men vil blot øge inflationen yderligere. Det er illustreret i figur B, hvor den blå kurve angiver en finanspolitisk ekspansion, som bringer produktionen tilbage til oprindeligt niveau ( $q_1$ ), mens priserne stiger yderligere (det ekstra ryk fra  $p_2$  til  $p_3$ ).

*Kontraktiv pengepolitik* i form af eksempelvis renteforhøjelser fra centralbankerne kan modvirke prisstigningerne, men har en omkostning i form af et yderligere produktionsfald. Dette er illustreret ved den røde kurve i figur B. Det kontraktive efterspørgselsstød bringer her priserne tilbage på det oprindelige niveau ( $p_1$ ), men produktionen falder yderligere i forhold til det oprindelige udbudsstød (det ekstra ryk fra  $q_2$  til  $q_4$ ).

Historiske erfaringer viser, at der ofte er sammenfald mellem markante olieprisstigninger og recessioner. Det skyldes netop, at centralbankerne forsøger at modvirke den høje inflation gennem pengepolitiske opstramninger, der så reducerer aktiviteten i økonomien, jf. Bernanke mfl. (1997). Såfremt situationen med høje priser og lav produktion skal modvirkes, kræves et modgående skift i udbudskurven, eksempelvis gennem produktivetsfremskridt.

**FIGUR II.6 FORBRUGERTILLID**

Forbrugertilliden er faldet yderligere i de første måneder af 2022 i både USA og euroområdet.

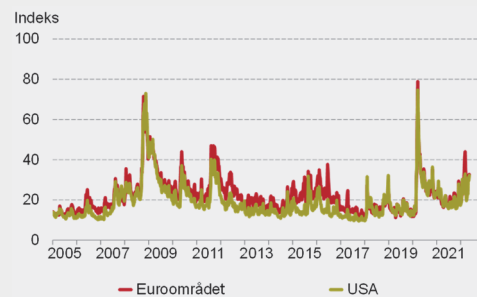


Anm.: Volatilitetsindeksene måler markedets forventninger til volatiliteten på aktiemarkedet og er en indikator for usikkerhed på de finansielle markeder. For USA vises VIX-indekset og for euroområdet VSTOXX-indekset. Begge indeks er omdannet til ugefrekvens. Seneste observation er april 2022 for forbrugertilliden og 16. maj 2022 for volatilitetsindeksene.

Kilde: Macrobond.

**FIGUR II.7 VOLATILITETSINDEKS**

Volatilitetsindekset steg især i euroområdet omkring invasionen af Ukraine.



### Vækstudsigter aftaget før krigen i Ukraine

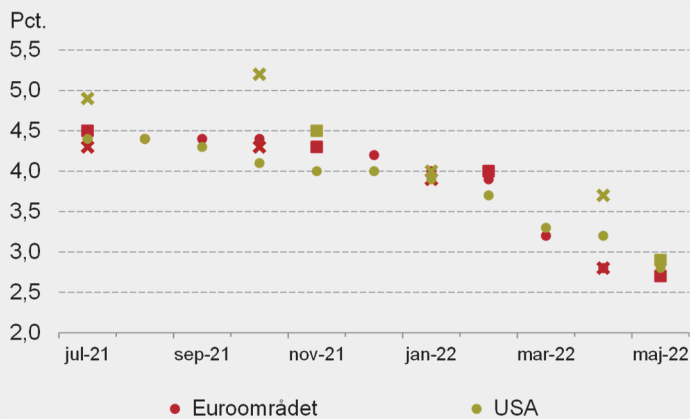
Samlet set lægger krigen i Ukraine en dæmper på vækstudsigterne for den internationale økonomi, især i 2022. Forventningerne til væksten var dog allerede svækket, inden Ukraine blev invaderet. Dette afspejles eksempelvis i udviklingen i Consensus-forventningerne til væksten i USA og euroområdet i 2022, jf. figur II.8. De nedjusterede forventninger forud for krigen kan formentlig delvist tilskrives, at den højere inflation blev mere længerevarende end ventet, hvilket førte til stigninger i de markedsbaserede renter, jf. også senere i afsnittet, ligesom det førte til en større svækkelse af købekraften. Dertil kommer, at den geopolitiske uro allerede var tiltaget inden Ruslands invasion.

### Krigen har især hæmmet vækst- udsigter i Europa

Krigen har især hæmmet vækstudsigterne for de europæiske lande. Dette kommer blandt andet til udtryk i den seneste vurdering fra IMF i april, hvor vækstsønnen for 2022 er nedjusteret godt 1 pct.point for euroområdet sammenlignet med januarprognosen, men kun godt ¼ pct.point for USA, jf. IMF (2022). Udlandsforudsætningerne i nærværende prognose lægger vækstsønnene fra IMF's aprilprognose til grund, jf. også senere i afsnittet. Medio maj er der offentliggjort nye skøn for BNP-væksten i år fra Consensus og EU-Kommissionen. I disse udgivelser er vækstsønnene for euroområdet på linje med nærværende prognose, mens vækstsønnene for USA er mere pessimistiske.

**FIGUR II.8 CONSENSUS-FORVENTNINGER**

Forventningerne til BNP-væksten i USA og euroområdet i 2022 var allerede aftaget inden invasionen i Ukraine. Efterfølgende er vækst-udsigterne aftaget yderligere.



Anm.: Prikkerne viser udviklingen i Consensus-forventningerne til BNP-væksten i 2022 fra juli 2021 til maj 2022. Krydsene angiver skønnene fra IMF's prognoser, hvor aprilskønnene ligger til grund for nærværende prognose. Firkanterne angiver skønnene fra EU-Kommissionens prognoser.

Kilde: Consensus Economics, diverse udgivelser, IMF, *World Economic Outlook*, diverse udgivelser, og EU-Kommissionen, *European Economic Forecast*, diverse udgivelser.

## HØJ INFLATION OGSÅ INDEN KRIGEN I UKRAINE

### Forskelle i drivkræfter bag høj inflation i USA og euroområdet

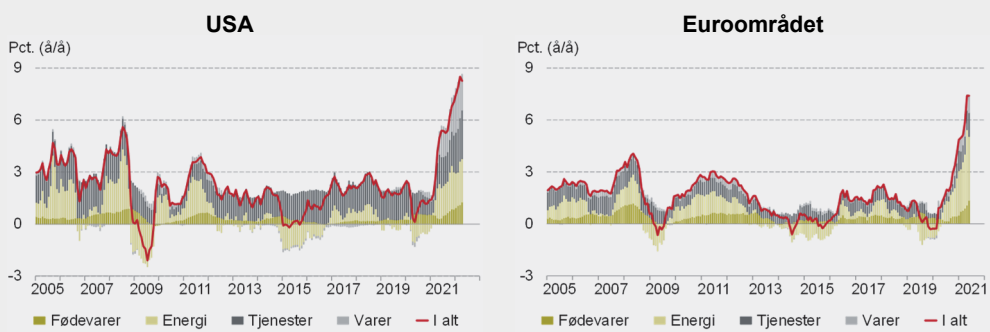
Inflationen i USA og euroområdet er tiltaget siden 2021, jf. figur II.9. I euroområdet var inflationen i april 2022 uændret fra marts på 7,5 pct., mens der i USA var et lille fald i forhold til marts med en inflation på 8,2 pct.<sup>2</sup> For USA er de seneste måneders inflation den højeste observeret siden 1980'erne, mens det for euroområdet er den højeste siden statistikkens begyndelse i 1990'erne. Der er dog væsentlige forskelle i, hvad der driver inflationen i de to områder. I euroområdet er det især prisstigninger på energi og til en vis grad fødevarer, der har løftet inflationen,

2) Den samlede inflation for euroområdet dækker over betydelige forskelle internt mellem landene. I april 2022 havde Estland den højeste inflation på 19,1 pct., mens Frankrig og Malta havde den laveste inflation på 5,4 pct.

mens energi, tjenester og varer bidrager omtrent ligeligt til inflationen i USA. Forskellen i drivkræfterne bag inflationen afspejler, at kerneinflationen, dvs. inflationen eksklusiv energi og fødevarer, er steget mere i USA end i euroområdet. I april 2022 var kerneinflationen 6,1 pct. i USA, men 3,5 pct. i euroområdet. Kerneinflationen er et mere præcist mål for, om der er generelle prisstigninger i økonomien, da der ses bort fra varer, der historisk har været præget af store midlertidige udsving, jf. boksen nedenfor. Den højere kerneinflation i USA indikerer, at det underliggende prispres i amerikansk økonomi er større end i euroområdet.

**FIGUR II.9 INFLATION**

Inflationen steg betragteligt i 2021 i USA og euroområdet og er yderligere taget til i 2022.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvæksten i det amerikanske forbrugerprisindeks, mens figuren til højre viser årsvæksten i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Macrobond og Eurostat.

**Tre primære årsager til prisstigninger: Pandemi, kapacitetspres og krig**

Der er tre primære årsager til det seneste års stigning i inflationen: Covid-19-pandemien, et tiltagende pres på arbejdsmarkedet og i de seneste måneder også krigen i Ukraine. Covid-19-pandemien har skabt forstyrrelser på både udbuds- og efterspørgselssiden af økonomien, hvor målrettede restriktioner mod serviceerhvervene har bidraget til at forskyde efterspørgslen over mod varer, mens udbuddet samtidig er blevet begrænset af nedlukninger af fabrikker og havne. På samme tid har en kraftig finans- og pengepolitisk stimulans understøttet efterspørgslen. Misforholdet mellem udbud og efterspørgsel har resulteret i flaskehalse i de globale forsyningskæder og har medført prisstigninger på især varer og transport. En analyse af IMF viser, at efterspørgsels- og udbudsstødene under pandemien hver især kan forklare om-

trent halvdelen af stigningen i producentprisindekset for industrien i løbet af 2021, jf. Celasun mfl. (2022). For USA viser et amerikansk studie, at den finanspolitiske stimulans kan forklare op imod 3 pct.point af den samlede kerneinflation i USA på godt 4½ pct. i fjerde kvartal 2021, jf. Jordá mfl. (2022).<sup>3</sup> De globale forsyningskæder udfordres fortsat af den kinesiske nultolerance overfor smitteudbrud, som i den første del af 2022 har indebåret nedlukninger af centrale containerhavne.

### INFLATION OG KERNEINFLATION

Inflationen angiver den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset. Forbrugerprisindekset er prisen på den gennemsnitlige husholdnings forbrugskurv.

Råvarer som energi og fødevarer kan være præget af store midlertidige prisudsving, hvilket gør inflationen mindre anvendelig til at vurdere den langsigtede inflationsudvikling. Som et alternativ til inflationen beregnes derfor også kerneinflationen, som angiver den årlige procentvise ændring i forbrugerprisindekset fratrukket prisstigninger på energi og fødevarer.

Kun hvis prisstigninger på energi og fødevarer breder sig til andre varer og tjenester, vil dette sætte sig i kerneinflationen. Kerneinflationen udvikler sig dermed mere stabilt end inflationen og er derfor et mere præcist mål for det underliggende prispres i økonomien.

Se desuden en mere uddybende beskrivelse af forskellige opgørelser af prisudviklingen i afsnit II.3.

#### Højere kapacitetspres i USA sætter sig i kerneinflationen

I takt med genopretningen af landenes økonomier i løbet af 2021 er kapacitetspresset steget, og arbejdsmarkedet er strammet til. Fremgangen har været større i USA end i euroområdet, hvilket afspejles i, at amerikansk BNP i fjerde kvartal 2021 nåede godt 3 pct. over niveauet før pandemien, mens BNP i euroområdet kun var omtrent tilbage på niveauet før pandemien. Samtidig indikerer et højt antal ledige stillinger pr. ledig et betydeligt pres på det amerikanske arbejdsmarked, jf. Domash og Summers (2022). Det højere kapacitetspres i USA giver anledning til et større løn- og prispres og har derigennem bidraget til at trække kerneinflationen op relativt til euroområdet.

3) Dette estimat er højere end andre lignende studier, hvilket formentligt skyldes, at studiet tager udgangspunkt i den reale disponible indkomst som mål for efterspørgselsiden af økonomien. Et andet mål for efterspørgselsiden er eksempelvis ledighedsgap, som i højere grad påvirkes af nedlukninger og eventuelle lønkompensationsordninger.

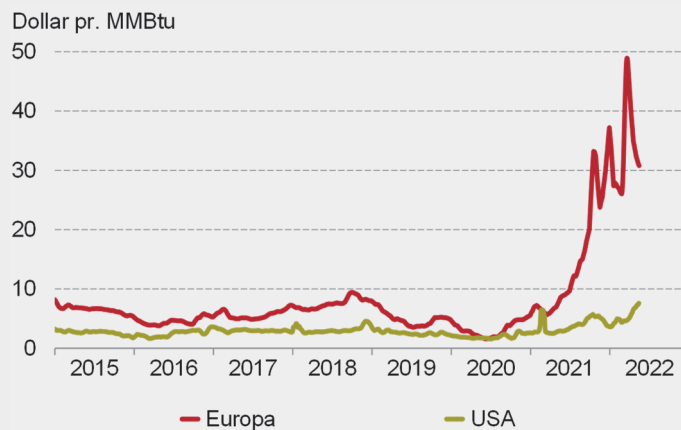


**Krigen forstærker  
inflationære  
tendenser, især  
i Europa**

Krigen i Ukraine og de efterfølgende sanktioner mod Rusland har lagt et yderligere opadgående pres på priserne på energi og en række andre råvarer. Prisstigningerne på naturgas rammer hovedsageligt Europa, da der ikke eksisterer et fælles globalt marked for naturgas. I USA holdes prisen på naturgas nede, da landet selv har et stort udbud, mens Europa omvendt er afhængig af import af naturgas, blandt andet via rørledninger fra Rusland.<sup>4</sup> Prisen på naturgas i USA har af denne grund ikke været nævneværdigt påvirket af de geopolitiske uroligheder i Europa, mens der omvendt er sket en markant stigning i den europæiske pris, jf. figur II.10. For andre råvarer såsom olie er der i højere grad tale om en global markedspris, hvorfor prisstigningerne her i udgangspunktet rammer USA og Europa ens.

**FIGUR II.10 PRISEN PÅ NATURGAS**

Prisen på naturgas er steget markant i Europa i takt med, at de geopolitiske uroligheder er taget til.



Anm.: Figuren viser spotprisen på naturgas i USA (US Henry Hub Louisiana) og Europa (det hollandske TTF-indeks) omregnet til amerikanske dollar og samme energienhed. Begge serier er opgjort som 2-ugers glidende gennemsnit. Stigningen i prisen på amerikansk gas i februar 2021 skyldes en kraftig snestorm i Texas. Seneste observation er 15. maj 2022 for Europa og 14. maj 2022 for USA.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

4) Et alternativ til at transportere gassen via rørledninger er at omdanne naturgassen til flydende form (såkaldt LNG eller *liquefied natural gas*). Dette er dog betydeligt mere omkostningsfuldt og anvendes derfor ikke i lige så stort omfang.

## LANGSIGTEDE INFLATIONSFORVENTNINGER FORTSAT FORANKREDE

### Høj inflation kan påvirke inflationsforventningerne

Den høje inflation kan risikere at medføre stigende inflationsforventninger. Såfremt stigende inflationsforventninger fører til højere lønkrav, kan det igangsætte en lønprisspiral, hvor de højere løn- og prisstigninger bliver selvforstærkende. Udviklingen i inflationsforventningerne er, udover den faktiske udvikling i kerneinflation og lønudviklingen, derfor også en vigtig indikator, når centralbankerne skal træffe beslutninger om pengepolitikken.

### Fortsat stabile inflationsforventninger på lang sigt i USA ...

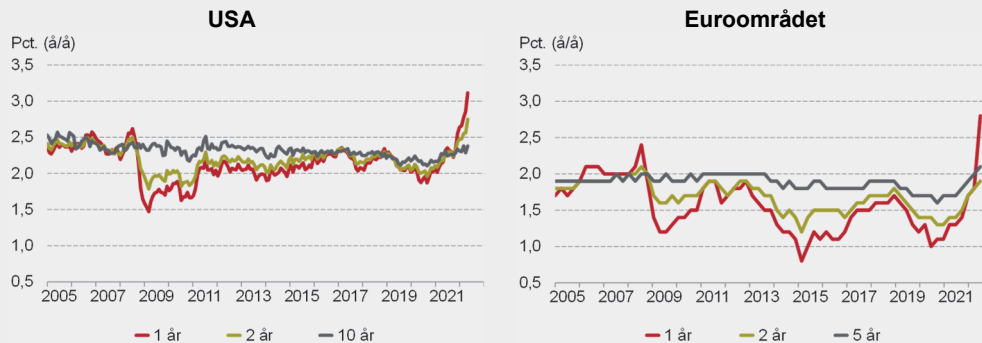
Inflationsforventningerne kan blandt andet opgøres med udgangspunkt i spørgeskemaundersøgelser blandt økonomer eller aktører på de finansielle markeder. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for USA viser, at de kortsigtede og i lidt mindre grad også de mellemfristede forventninger til inflationen i USA er steget (forventningerne til inflationen et henholdsvis to år frem i tid), jf. figur II.11. Dette afspejler, at de kortsigtede inflationsforventninger i sagens natur påvirkes af udviklingen i den faktiske inflation. Der er til gengæld endnu kun svage tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger (for USA opgjort ti år frem i tid) er forøgede. Samlet set er dette et udtryk for, at de økonomiske aktører forventer, at inflationen vil være højere end normalt de førstkommande år og derefter vil falde tilbage til et mere normalt niveau omkring det historiske gennemsnit. Dette indikerer, at inflationsforventningerne fortsat er forankrede på lang sigt i USA.

### ... og i euroområdet

Også for euroområdet er der tegn på, at de langsigtede inflationsforventninger fortsat er forankrede, jf. figur II.11. Den spørgeskemabaserede opgørelse viser, at de langsigtede inflationsforventninger (for euroområdet opgjort fem år frem i tid) er steget fra et lavt niveau til ca. 2 pct., hvilket svarer til den europæiske centralbanks (ECB's) nye, symmetriske inflationsmål. De fortsat forankrede langsigtede inflationsforventninger kan afspejle, at inflationen i euroområdet indtil nu primært har været drevet af energiprisstigninger og kun i mindre grad af en stigning i kerneinflationen.

**FIGUR II.11 INFLATIONSFORVENTNINGER**

Inflationsforventningerne er steget mere på kort sigt end på længere sigt i både USA og euroområdet. På kort sigt er inflationsforventningerne i høj grad drevet af stigningen i den faktiske inflation.



Anm.: De spørgeskemabaserede inflationsforventninger er for USA baseret på Federal Reserve Bank of Philadelphias undersøgelse Aruoba Term Structure of Inflation Expectations og for euroområdet på ECB's Survey of Professional Forecasters. "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem i tid osv. De to undersøgelser anvender forskellige mål for de langsigtede inflationsforventninger. For USA anvendes forventningerne ti år frem i tid, mens der for euroområdet anvendes fem år frem i tid. Seneste observation er april 2022 for USA og 2. kvartal 2022 for euroområdet.

Kilde: Macrobond.

## BETYDELIGE RENTESTIGNINGER DE SENESTE MÅNEDER

### Pengepolitiske stramninger i USA

Den amerikanske centralbank (Fed) hævede i marts for første gang siden 2011 den toneangivende rente med 25 basispunkter, og i maj blev den yderligere hævet med 50 basispunkter, jf. figur II.12. Det var første gang siden maj 2000, at centralbanken hævede renten med mere end 25 basispunkter på én gang. På linje med markedsforventningerne signalerede centralbankchef Jerome Powell yderligere rentestigninger ved de kommende møder. Consensus-forventningerne fra maj tilsiger, at Fed ved udgangen af i år vil have hævet renten til ca. 2½ pct. Markederne forventer ligeledes rentestigninger over det kommende år. I midten af maj var markedsforventningen, at Fed hæver renten yderligere 2 pct.point i løbet af det næste år, så den rammer ca. 3 pct.

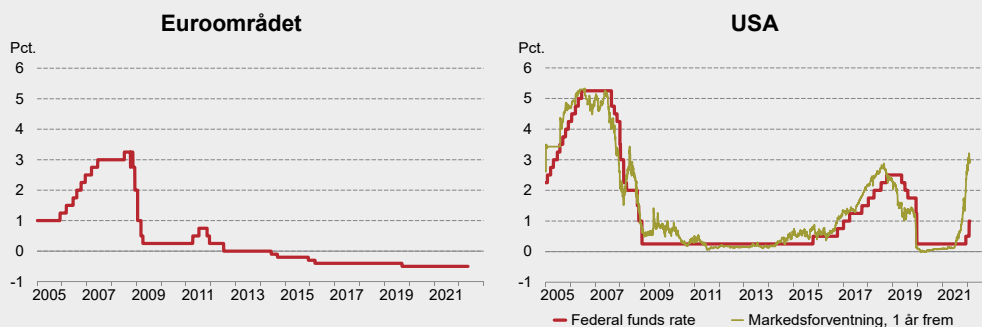
### Renteforhøjelser vil gradvist dæmpe aktiviteten

Renteforhøjelserne fra Fed skal ses med baggrund i den høje og stigende inflation samtidig med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Den pengepolitiske rente er fortsat relativt lav, konjunktursituationen

taget i betragtning, men der er begyndende tegn på, at finansieringsvilkårene ikke længere virker ekspansivt på den økonomiske aktivitet, jf. boks II.3. Renteforhøjelserne ventes således at dæmpe såvel forbrug som investeringer den kommende tid.

**FIGUR II.12 PENGEPOLITISKE RENTER**

Fed hævede i marts henholdsvis maj den ledende rente. Markedsforventningerne medio maj 2022 peger i retning af yderligere rentestigninger på 2 pct.point i løbet af det næste år, så den ledende rente om et år vil være 3 pct. i USA.



Anm.: Markedsforventningen til Fed's rente er en 30-dages fed funds future 12 måneder frem. Seneste observation er 16. maj 2022.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

**Udsigt til pengepolitiske stramninger i euroområdet**

ECB har indtil videre fastholdt udlånsrenten på -0,5 pct., jf. figur II.12. Der er dog sket en vis pengepolitisk stramning, idet ECB på rentemødet i marts meddelte, at nettoopkøbene under APP (program til opkøb af aktiver) ville aftrappes fra 40 mia. euro i april til 30 mia. i maj og 20 mia. i juni. Denne beslutning blev bekræftet på mødet i april. Centralbanken forventer, at opkøbene afsluttes i tredje kvartal og har signaleret, at den første rentestigning kan komme allerede i juli. Markedet forventer en rentestigning i juli, og at ECB samlet hæver renten knap 100 basispunkter i år og yderligere godt 75 næste år.

**Stigninger i statsobligationsrenterne**

Kombinationen af gunstig konjunktursituation, høj inflation og udsigt til pengepolitiske stramninger øgede allerede i begyndelsen af året de lange renter, så eksempelvis den tiårige tyske statsobligationsrente blev positiv for første gang siden 2019, jf. figur II.13. Siden er stigningerne i de lange renter fortsat. I maj nåede den amerikanske statsobligationsrente op på 3 pct., mens både den danske og den tyske oversteg 1 pct. Udviklingen i de lange renter kan deles op i forventninger til

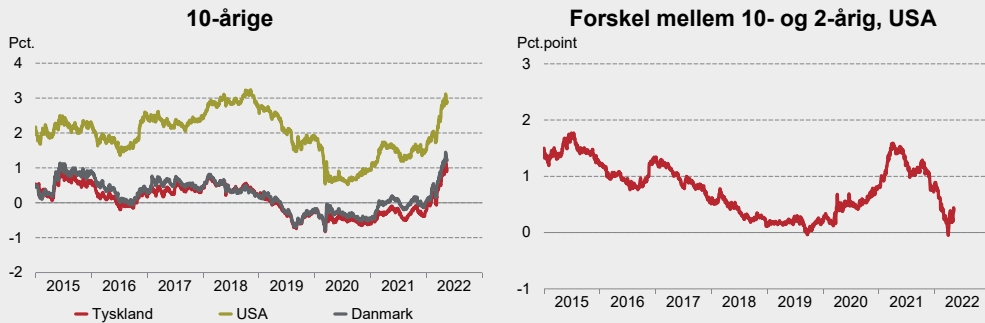
de korte renter henholdsvis en løbetidspræmie, der afspejler den kompensation for risiko, en investor kræver for at holde en obligation med en lang løbetid fremfor med kort løbetid. En analyse fra Nationalbanken har vist, at de stigende renter fra efteråret 2021 til foråret 2022 hovedsageligt skyldes en forventning om højere korte renter, jf. Danmarks Nationalbank (2022e).

**Kortvarig invertering af rentekurven i USA**

De lange statsobligationsrenter i euroområdet og USA er steget i omtrent samme omfang siden årsskiftet. De korte renter er imidlertid steget betydeligt mere i USA end i euroområdet. Det afspejler markedernes forventning om hurtigere og kraftigere pengepolitisk stramning i USA end euroområdet. De korte renter i USA er steget så kraftigt, at renten på en toårig statsobligation i april kortvarigt var højere end renten på en tiårig, jf. figur II.13. Det kaldes også en invertering af rentekurven og har historisk været tegn på en forestående recession, jf. Danmarks Nationalbank (2019b).

**FIGUR II.13 STATSOBLIGATIONSRENTER**

De tiårige statsobligationsrenter er steget markant i første del af 2022. I USA er de korte renter steget mere end de lange, og i april var den toårige statsobligationsrente kortvarigt over den tiårige.



Anm.: Højre figur viser renten på en tiårig statsobligation i forhold til renten på en toårig statsobligation i USA. Når forskellen er negativ (dvs. renten på den toårige er højere end på den tiårige) kaldes det, at rentekurven er inverteret. Seneste observation er 16. maj 2022.

Kilde: Macrobond.

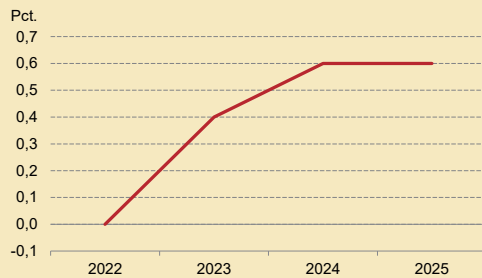
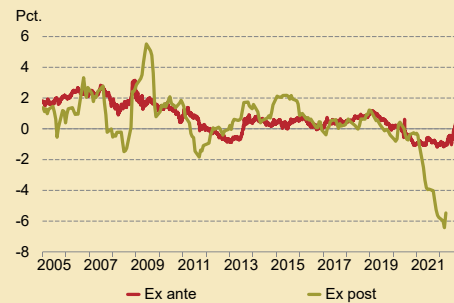
### BOKS II.3 HVORNÅR DÆMPER PENGEPOLITIKKEN VÆKSTEN?

Der er aktuelt udsigt til pengepolitiske stramninger i form af stigende pengepolitiske renter i både USA og euroområdet. Det er imidlertid ikke det samme som, at pengepolitikken vil dæmpe den økonomiske vækst. For det første påvirkes den økonomiske vækst af den forventede *real*rente snarere end af den nominelle rente. Det indebærer, at de nominelle renter skal stige mere end den forventede inflation, hvis pengepolitikken skal virke dæmpende på aktiviteten. Pengepolitikken kan påvirke realrenten gennem to kanaler; den nominelle rente og inflationsforventningerne. For det andet skal realrenten være højere end den såkaldte *naturlige realrente* for at bidrage til, at økonomien vokser langsommere end potentialet, hvorved output gap lukkes.

Den naturlige realrente er et mål for den rente, der skal til for at skabe ligevægt mellem udbud og efterspørgsel, hvis priserne havde været fuldt fleksible. Sagt på en anden måde er det den rente, der er i overensstemmelse med fuld udnyttelse af økonomiens ressourcer (dvs. hvor den faktiske produktion er lig den potentielle), og hvor inflationen er konstant. Hvis den faktiske realrente er lig med den naturlige, vil pengepolitikken hverken stimulere eller dæmpe økonomien. Økonomien stimuleres, når den faktiske realrente er under den naturlige og omvendt.

Den naturlige realrente kan ikke observeres og må i stedet estimeres. De fleste beregninger af denne karakter tyder på, at den naturlige realrenteniveau er faldet for de fleste lande de seneste årtier, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*. Beregninger foretaget af Fed tyder på, at den naturlige realrente i USA aktuelt ligger på et lavt niveau omkring 0, men den forventes at stige til godt ½ pct. i 2025, jf. figur A. Der skal dermed blot en positiv realrente til for at den økonomiske aktivitet dæmpes.

Realrenten bør beregnes på baggrund af den forventede inflation. Udfordringen er, at denne heller ikke observeres direkte, og at den kan variere på tværs af aktører, jf. også diskussionen i afsnit II.3. Det giver en vis usikkerhed i beregningen af realrenterne. Det aktuelt høje inflationsniveau betyder, at den nominelle rente i USA korrigeret for den faktiske inflation er negativ, mens den er svagt positiv, hvis man anvender forventet inflation, jf. figur B. Det tyder på, at finansieringsvilkårene ikke længere virker ekspansivt på den økonomiske aktivitet. Beregningen er imidlertid forbundet med usikkerhed og afhænger af det valgte mål for inflationsforventningerne.

**BOKS II.3 HVORNÅR DÆMPER PENGEPOLITIKKEN VÆKSTEN?, FORTSAT****FIGUR A NATURLIG REALRENTE****FIGUR B REALRENTE**

Anm.: Den naturlige realrente i figur A er estimeret af Federal Reserve Bank of New York med en DSGE-model. Seneste estimat (vist i figuren) er foretaget i marts 2022. Figur B viser ex post henholdsvis ex ante realrenter beregnet på baggrund af en tiårig amerikanske statsobligationsrente korrigeret for henholdsvis faktisk inflation (forbrugerprisindekset) og forventet inflation (tiårs break-even inflationsrate). Seneste observation er april 2022 for ex post og 16. maj 2022 for ex ante.

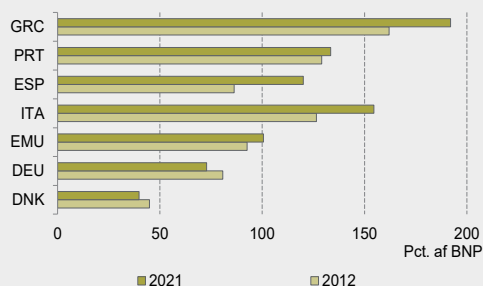
Kilde: Macrobond.

### Stigende renter øger pres på lande med høj gæld

De stigende statsobligationsrenter øger omkostningerne ved at servicere offentlig gæld. Det kan særligt blive problematisk i lande med et højt gælds niveau. I en række sydeuropæiske lande er gælden som andel af BNP væsentligt højere end i 2012, hvor den europæiske statsgældskrise var på sit højeste, jf. figur II.14. Renterne på sydeuropæiske statsobligationer er dog fortsat lave, og selvom spændet til den tyske rente er steget, er rentespændene meget langt fra niveauerne i 2012, jf. figur II.15. Det tyder på, at markederne indtil videre ikke i udpræget grad frygter, at landene ikke kan servicere deres gæld. Det kan hænge sammen med, at ECB har signaleret opmærksomhed på at sikre, at den førte pengepolitik når alle områder af euroområdet, selv når opkøbsprogrammerne aftrappes. Det indebærer opmærksomhed på de lande, hvor der er særligt stor risiko for stigende rentespænd.

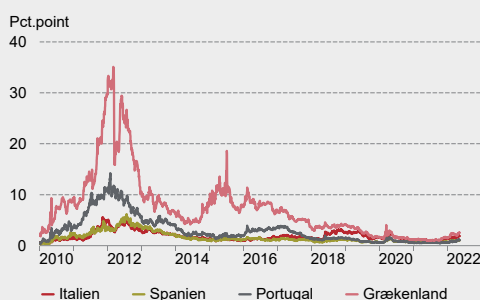
**FIGUR II.14 ØMU-GÆLD**

Gældens andel af BNP er aktuelt højere i en række lande, end da den europæiske statsgældskrise var på sit højeste.



**FIGUR II.15 RENTESPÆND**

Rentespændene til Tyskland er steget for de sydeuropæiske lande, men er fortsat lave.



Anm.: Rentespændene viser forskellen mellem renten på en tiårig statsobligationsrente i det pågældende land og renten på en tiårig tysk statsobligation. Seneste observation er 16. maj 2022.

Kilde: OECD, *Economic Outlook 110* og Macrobond.

## FORVENTNING OM AFDÆMPET VÆKST I DE PRIMÆRE AFTAGERLANDE

### Skøn for udlandet bygger på IMF's seneste prognose

Udlandsforudsætningerne i nærværende prognose bygger på hovedscenariet i den seneste vurdering fra IMF i april 2022. Hovedscenariet i IMF's prognose indebærer en forudsætning om, at de nuværende sanktioner mod Rusland opretholdes i 2022-23, men ikke strammes yderligere, og at konflikten ikke spredes til andre lande, jf. boksen nedenfor. Den sammenvejede BNP-vækst i Danmarks primære aftagerlande skønnes på denne baggrund at blive ca. 3¼ pct. i 2022 og ca. 2½ pct. i 2023, jf. også boks II.4.<sup>5</sup> Såfremt eksempelvis olie- eller gasforsyningerne fra Rusland afbrydes i betydeligt omfang i forhold til situationen medio maj 2022, vil de internationale udsigter dermed være forværrede i forhold til, hvad der er lagt til grund i nærværende prognose. Risikoen for et mere negativt forløb er blandt andet illustreret i et risikoscenarie fra IMF.

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



**FORUDSÆTNINGER I IMF'S SCENARIER FRA APRIL**

I *hovedscenariet* fra IMF's seneste prognose lægges det til grund, at konflikten ikke spreder sig til andre lande end Ukraine. Det antages, at sanktionerne mod Rusland (herunder de europæiske landes beslutning om at blive uafhængige af russisk energi) ikke strammes yderligere, end hvad der var tilfældet ved udgangen af marts 2022. De eksisterende sanktioner mod Rusland forventes dog at blive fastholdt over hele prognoseperioden 2022-23.

I *risikoscenariet* lægges det til grund, at sanktionerne mod Rusland udvides i midten af 2022. Dette indebærer yderligere embargoer mod russisk gas og olie samt, at Rusland afskæres fra en stor del af de globale finansielle systemer og handelssystemer. De afledte effekter på økonomien går igennem højere råvarepriser, større forsyningskædeforstyrrelser og strammere finansielle vilkår end i hovedscenariet. Den højere inflation medfører en stigning i inflationsforventningerne, som fører til en større stramning af pengepolitikken.

**Vækst i 2022  
nedjusteret  
ca. 1¼ pct.point  
siden efteråret**

Sammenlignet med den seneste prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2021* er den sammenvejede udlandsvækst for 2022 nedjusteret med ca. 1¼ pct.point. Nedjusteringen er bredt funderet på tværs af aftagerlandene, men årsagerne varierer, især mellem de europæiske og øvrige aftagerlande. Krigen i Ukraine påvirker primært vækstudsigterne for de europæiske lande, hvilket afspejler den større eksponering i disse lande overfor de russiske og ukrainske økonomier. Krigen har i disse lande direkte økonomiske konsekvenser gennem forstyrrelserne af energiforsyningen og forsyningskæderne. Indenfor Europa er visse lande desuden mere udsatte end andre. Dette gælder eksempelvis Tyskland, som i højere grad er afhængig af import af russisk gas, mens eksempelvis Norge er nettoeksportør af olie og gas og derfor isoleret set vil opleve en positiv effekt fra de højere energipriser. USA påvirkes primært indirekte af krigen gennem højere globale råvarepriser og lavere vækst i samhandelslandene. Nedjusteringen af væksten for USA afspejler i stedet primært den hurtigere stramning af pengepolitikken end tidligere ventet. I Kina er de dæmpede vækstudsigter i høj grad en konsekvens af fortsatte nedlukninger som følge af nultolerancepolitikken overfor covid-19-smittetilfælde.

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

Prognosen for international økonomi i 2022 og 2023 tager udgangspunkt i hovedscenariet i den seneste prognose fra IMF i april 2022, jf. tabel A. Frem mod 2025 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau, som stammer fra den seneste lange fremskrivning fra OECD.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på 105 dollar pr. tønde i 2022 og 95 dollar pr. tønde i 2023. Skønnet er baseret på udviklingen i futures, jf. også afsnit II.3. Efter 2023 tilpasses olieprisen lineært frem mod det reale niveau i 2030 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra ECB. ECB forudsættes at hæve renten i alt 0,75 pct.point i år, så den ledende rente er 0,25 pct. ved årets udgang. I 2023 forudsættes yderligere rentestigninger på 0,5 pct.point. Renterne på danske og tyske tiårige statsobligationer er steget betydeligt siden efteråret og er derfor opjusteret de førstkomende år i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Renterne skønnes at stige meget i år og næste år, hvorefter der forudsættes et svagt fald frem mod niveauet i 2030. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2030 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

**TABEL A UDLANDSVÆKST OG RENTEPROGNOSE**

	2021	2022	2023	2030 <sup>a)</sup>
<b>Vækstskøn</b>	----- Pct.-----			
Tyskland	2,9	2,1	2,7	-
USA	5,7	3,7	2,3	-
Sverige	4,6	2,9	2,7	-
Norge	4,2	4,0	2,6	-
Realvækst i aftagerlande	5,2	3,2	2,6	1,7
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris	71	105	95	102
<b>Rentskøn</b>	----- Pct.-----			
ECB's udlånsrente	-0,5	-0,3	0,4	0,5
Dansk tiårig statsobligation	0,0	1,1	1,5	1,1
Tysk tiårig statsobligation	-0,3	0,8	1,2	1,0
Dansk 30-årig realkreditrente	1,3	2,6	3,1	2,9

a) 2030-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate fra 2023 til 2030 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2030.

Anm.: Tabellen viser årgennemsnittet for renterne.

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

## RISIKOFAKTORER FOR INTERNATIONAL ØKONOMI

### Stor usikkerhed knyttet til de økonomiske udsigter

Den internationale økonomiske situation er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød, og der er betydelig risiko for, at der vil opstå flere den kommende tid. Det kan eksempelvis ske som følge af fornyede forsyningskædeproblemer, reduceret fødevaretilgængelighed eller hel eller delvis afbrydelse af energiforsyningen. Negative udbudsstød til økonomierne kan risikere at resultere i en længere periode med lav vækst og høj inflation. Hertil kommer, at der er betydelig risiko for, at de forventede rentestigninger i USA såvel som euroområdet kan udløse en recession, der spreder sig i verdensøkonomien. Risikofaktorerne diskuteres nærmere nedenfor.

### Risiko for afbrydelse af russisk gas, ...

Forløbet for krigen såvel som sanktionerne er forbundet med betydelig usikkerhed, og aktuelt er der ikke udsigt til en fredelig løsning på konflikten. Sanktionerne rettet mod Rusland er ad flere omgange blevet skærpet, og senest har EU-Kommissionen foreslået at udfase russisk råolie inden for seks måneder og andre olieprodukter inden årets udgang. EU-landene var medio maj 2022 dog endnu ikke nået til enighed om sanktionspakken. Det har ligeledes været på tale at sanktionere importen af russisk gas fra europæisk side. De russiske myndigheder har tilsvarende fremsat trusler om at lukke for gasforsyningen til Europa. I slutningen af april afbrød Rusland gasleverancerne til Polen og Bulgarien, da landene ikke ville betale for gassen i russiske rubler, og i maj blev også forsyningerne til resten af Europa via Polen lukket.<sup>6</sup> Der vurderes på den baggrund at være en betydelig risiko for et nyt negativt stød til energiforsyningen i Europa i 2022-23.

### ... hvilket vil begrænse produktionen

Et stop for russisk gas til Europa vil hæmme væksten, eftersom det ikke er muligt at substituere fuldstændigt væk fra russisk gas på kort sigt. I tilfælde af en afbrydelse af den russiske gasforsyning til Europa er der solidaritet mellem medlemslandene, hvor gasforsyningen først og fremmest prioriteres til beskyttede kunder (husholdninger, sundhedsvæsen mv.). Beskyttelsen af visse kunder på europæisk plan indebærer, at en betydelig del af de produktionsvirksomheder, der er afhængige af gas, risikerer at få begrænset deres forsyning væsentligt. Flere studier har søgt at kvantificere effekterne af en afbrydelse af russisk gasforsyning til Europa. De estimerede økonomiske effekter varierer noget, men er generelt mindre end BNP-faldet i 2020 forårsaget

6) Rørledningen gennem Polen (den såkaldte Yamal-linje) har kun i begrænset omfang været anvendt til at transportere gas fra Rusland til Europa i 2022. Hovedparten af gassen fra Rusland til Europa kommer via Nord Stream, jf. Zachmann mfl. (2022).

af covid-19-pandemien, jf. boks II.5. Resultaterne er imidlertid forbundet med usikkerhed, og de økonomiske effekter kan meget vel vise sig at blive af betydelig størrelse på kort sigt.

## **BOKS II.5 ØKONOMISKE EFFEKTER AF AFBRYDELSE AF RUSSISK GAS**

En række studier har undersøgt effekterne af en afbrydelse af gasforsyningen mellem Rusland og Europa. Denne boks præsenterer udvalgte studier.

Bachmann mfl. (2022) har undersøgt de økonomiske effekter for Tyskland af at blive afskåret fra import af gas fra Rusland. I scenariet antages, at gasforsyningen reduceres med 30 pct., svarende til 8 pct. af Tysklands samlede energiforbrug. Baseret på en multisektormodel udviklet af Baqaee og Farhi og en antagelse om lave substituitionselasticiteter på kort sigt, estimeres et begrænset BNP-fald på ca. ¼ pct. Den begrænsede økonomiske effekt skyldes, at energiimportandelen i tysk produktion er relativt lav i udgangspunktet, og at der sker en vis substituering. I modellen er gas ikke et separat produktionsinput, men indgår i en bredere produktkategori, som omfatter flere energikilder. Det tenderer til at overvurdere substituionsmulighederne væk fra gas, hvilket vil undervurdere effekterne af en afbrydelse af gassen. Hertil kommer, at der ikke tages højde for eventuelle prisstigninger på alternative energikilder som følge af, at andre lande også substituerer væk fra gas, ligesom det antages, at den økonomiske politik kan stabilisere effekterne fra stødet uden yderligere efterspørgselseffekter. Forfatterne anvender en mere simpel model for at kunne modellere gas som et separat input og estimerer her et fald i BNP på 2¼ pct.

Chepeliev mfl. (2022) analyserer indenfor rammerne af en CGE-model effekterne af, at de fleste OECD-lande pålægger betydelige sanktioner på russisk gas. Der modelleres tre forskellige scenarier med en reduktion i importen af russisk gas på mellem 80 og 99 pct. De kortsigtede effekter tilsiger et fald i husholdningernes reale indkomst på 0,7-1,7 pct. i Europa, hvor effekterne (fraset Rusland) er størst. På længere sigt er effekterne mindre. I 2030 vurderes den akkumulerede effekt på realindkomsten at være knap ½ pct., svarende til et fald i den årlige vækstrate på 0,04 pct.

ECB (2022a) har udarbejdet scenarier, der viser, at væksten i euroområdet kan blive op mod 1½ pct.point lavere i år, hvis der sker en fuld og længerevarende afbrydelse af russisk gas til Europa. ECB præsenterer to risikoscenarier, der adskiller sig fra hinanden ved, at gaspriserne i det hårdeste scenarie antages at reagere dobbelt så meget på en afbrydelse af russisk gasforsyning. I scenarierne reduceres BNP-væksten 1¼-1½ pct.point i forhold til hovedscenariet.

I den seneste prognose fra IMF (2022) er vist et risikoscenarie, der bygger på, at sanktionerne mod Rusland udvides i midten af 2022, hvilket blandt andet indebærer yderligere embargoer mod russisk gas og olie. I scenariet reduceres BNP i EU med 3 pct. i 2024 i forhold til hovedscenariet. I 2027 er reduktionen i forhold til hovedscenariet mindre på ca. 1½ pct.

## BOKS II.5 ØKONOMISKE EFFEKTER AF AFBRYDELSE AF RUSSISK GAS, FORTSAT

EU-Kommissionen (2022) har ligeledes udarbejdet et risikoscenarie, hvor det forudsættes, at Europa stopper med at importere russisk naturgas i andet kvartal 2022 kombineret med en olieprisstigning på 25 pct. i forhold til hovedscenariet, en højere risikopræmie, en lavere forbrugertillid og et fald i udlandsvæksten på 1 pct.point. Med disse forudsætninger forventes euroområdet BNP at blive ca. 2½ pct. lavere i 2022 og ca. 1 pct.point lavere i 2023 sammenlignet med hovedscenariet, mens inflationen forventes at blive ca. 3 pct.point højere i 2022 og godt 1 pct.point højere i 2023.

Carvalho mfl. (2021) analyserer en anden type afbrydelse af energiforsyningen i form af jordskælv i Japan i 2011. Jordskælvet og den efterfølgende tsunami forårsagede en atomkatastrofe og satte atomkraftværket i Fukushima ud af drift. I tillæg til de umiddelbare konsekvenser findes det i studiet, at virksomheder med leverandører, der blev *direkte* ramt af jordskælvet, oplevede betydelige fald i deres salgsvækst relativt til andre virksomheder i året efter jordskælvet. Det samme var tilfældet for virksomheder, der leverede til virksomheder, som blev direkte ramt. Dermed blev de økonomiske konsekvenser spredt fra de områder, der umiddelbart blev berørt af jordskælvet, til andre dele af Japan. Studiet finder, at BNP-væksten i Japan blev reduceret med ca. ½ pct.point som følge af jordskælvet, når der tages højde for forsyningskæderne mellem virksomhederne. Til sammenligning opgøres det rent mekaniske fald i BNP-væksten, hvor der ses bort fra effekten via forsyningskæderne, kun til 0,1 pct.point.

### Krigen risikerer at begrænse fødevareproduktion

En anden måde, hvorpå krigen kan forårsage et nyt, negativt stød til verdensøkonomien, er gennem fødevareproduktionen. Ukraine og Rusland spiller en væsentlig rolle på de globale fødevaremarkeder, og der er en risiko for, at krigen vil ramme de kommende års høst og fødevareproduktion i de to lande. Højere fødevarepriser bidrager til at øge inflationen og forstærker dermed de aktuelle udfordringer. Højere fødevarepriser rammer herudover særligt en række af verdens fattigste lande og risikerer at skubbe til social uro og føre til store migrantstrømme.

### Genoplussen af pandemien kan presse forsyningskæder, ...

I tillæg til krigen i Ukraine risikerer covid-19-pandemien også at forårsage nye negative stød til verdensøkonomien. De realøkonomiske effekter af pandemien er mindsket betragteligt henover det seneste halve år, men pandemien spiller fortsat en betydelig rolle i en række af verdens lande. Særligt i lande med en lav grad af vaccinedækning er der fortsat en risiko for, at nye, mere ugunstige virusvarianter kan opstå, som kan sprede sig til andre lande. Dette vil indebære en risiko for, at der iværksættes nye begrænsninger af den økonomiske aktivitet, som vil forlænge de forstyrrelser af udbuddet og efterspørgselsmønstrene, pandemien allerede har ført med sig. En sådan situation vil forstærke det allerede eksisterende inflationspres.

**... og kinesisk  
nultolerancepolitik  
forstærker  
udfordringerne**

Risikoen for nye nedlukninger af den økonomiske aktivitet er særligt stor i Kina, som fortsat har nultolerance overfor smitteudbrud, og hvor aktiviteten derfor begrænses betydeligt, når der opstår smitte. Den kinesiske tilgang indebærer eksempelvis en nedlukning af havnebyen Shenzhen i midten af marts og en stor nedlukning i Shanghai fra slutningen af marts til midten af maj. De kinesiske nedlukninger dæmper aktiviteten i Kina og dermed efterspørgslen på verdensmarkedet, men det øger også udfordringerne i forsyningskæderne og med leverancer af vigtige input i produktionen i resten af verden. Fortsatte eller nye nedlukninger af kinesiske fabrikker og havne vil bidrage til at fastholde begrænsningerne på udbudssiden af økonomien og risikerer dermed at bidrage yderligere til inflationspresset.

**Udbudsstød kan føre  
til længere periode  
med høj inflation  
og lav vækst**

Samlet er der væsentlig risiko for, at verdensøkonomien rammes af flere negative stød til økonomiens produktionsside den kommende tid. Det trækker i sig selv i retning af en længere periode med højere prisstigninger og lavere vækst. Hertil kommer, at en længere periode med inflation væsentligt over centralbankernes målsætninger risikerer at øge inflationsforventningerne, så de afviger betydeligt fra målsætningerne. Dette risikerer at sætte centralbankernes troværdighed på prøve. Højere inflationsforventninger forstærker udfordringerne fra i forvejen høje prisstigninger, idet det kan give anledning til en lønpris-spiral, hvor højere lønkrav alt andet lige øger virksomhedernes omkostninger pr. produceret enhed, hvilket øger virksomhedernes tilbøjelighed til at øge salgspriserne. Højere inflationsforventninger øger dermed risikoen for en længere periode med høj inflation og lav vækst. Det er en situation, der giver minder om 1970'ernes stagflation, men der er fortsat væsentlige forskelle mellem den økonomiske situation nu og i 1970'erne, jf. boks II.6.

**Rentestigninger  
kan give hård  
landing**

Inflationen er aktuelt meget høj i de fleste vestlige lande. Samtidig har de pengepolitiske renter gennem længere tid været meget lave og virket stimulerende for aktiviteten. Flere centralbanker, herunder i USA, er på den baggrund begyndt at stramme pengepolitikken med det formål at dæmpe efterspørgslen for at bringe såvel inflation som kapacitetspres ned. De historiske erfaringer viser imidlertid, at det kan være vanskeligt at opnå en såkaldt blød landing, hvor en stramning af pengepolitikken ikke bringer aktiviteten ned under strukturelt niveau. Der er en betydelig risiko for, at de kraftige rentestigninger i stedet udløser en hård landing med risiko for recession. Risikoen er særligt stor i USA, hvor kapacitetspresset er højt, og der er udsigt til betydelige rentestigninger i løbet af kort tid. Markant lavere vækst i USA vil brede sig til resten af verden, hvor der i forvejen er en række nedadrettede risici knyttet til vækstbilledet.

**BOKS II.6 STAGFLATION OG 1970'ERNES OLIEKRISE**

Verdensøkonomien har de seneste år været udsat for en række negative udbudsstød, senest krigen i Ukraine. Negative udbudsstød til økonomien kan risikere at ende ud i en situation med såkaldt stagflation, som man blandt andet så det i 1970'erne.

*Stagflation* er kendetegnet ved samtidig tilstedeværelse af høj inflation, lav (eller faldende) produktion og høj arbejdsløshed. Situationer med stagflation er relativt sjældne; normalt er der sammenfald mellem høj inflation og høj vækst henholdsvis lav inflation og lav vækst. Det skyldes, at økonomien mere hyppigt rammes af efterspørgselsstød, hvor f.eks. et positivt stød til efterspørgslen også øger priserne. Når økonomien rammes af et negativt udbudsstød, opstår i stedet kombinationen af højere priser og lavere produktion. Situationen kan yderligere forværres, hvis høj og stigende inflation omsættes i en forventning til yderligere stigninger i inflationen. Højere inflationsforventninger øger lønkravene og dermed omkostningerne til et givent produktionsniveau og repræsenterer derfor endnu et negativt udbudsstød. Der kan dermed opstå en negativ spiral, hvor priserne fortsætter med at stige, og den økonomiske aktivitet forbliver lav; en situation med stagflation. De negative udbudsstød kan også ske via produktivitetstald eller flere på hinanden følgende negative energiprisstød.

Den nuværende situation med høj inflation og et negativt udbudsstød til energiprodukter minder på overfladen om oliekriserne i 1970'erne, hvor de arabiske lande ad to omgange (i 1973 og 1979) reducerede olieproduktionen væsentligt. Også dengang havde energiprisstigninger sammenhæng til krigshandlinger. Det negative udbudsstød fra oliekriserne bidrog til lav vækst og tocifrede inflationsrater i mange lande. Lighederne har givet anledning til debat om, hvorvidt der i den aktuelle situation er risiko for stagflation.

Selvom den nuværende situation på overfladen minder om situationen i 1970'erne er der væsentlige forskelle, jf. Ha mfl. (2022). Prisstigningerne har indtil videre været mindre end i 1970'erne, og såvel olie- som energiforbruget som andel af BNP er faldet siden 1970'erne, jf. IMF (2022) og Eurostat<sup>a)</sup>. Herudover er sammensætningen af energiforbruget ændret, så fossile brændsler udgør en mindre andel, jf. IEA (2021), hvorimod olie i 1970'erne var det dominerede brændsel.

Hertil kommer, at det pengepolitiske fokus er skiftet, så det i dag i højere grad sigter på prisstabilitet med eksplicite inflationsmål. Klare inflationsmål og klare pengepolitiske udmeldinger har de senere år bidraget til at holde inflationsforventningerne forankrede omkring centralbankernes målsætninger. Det har medvirket til, at kerneinflationen i langt mindre grad er følsom overfor inflationære stød, jf. Ha mfl. (2022). Velforankrede inflationsforventninger er centrale for at reducere risikoen for markante andenrunde effekter og lønprisspiraler. Hertil kommer, at lønnen i dag i mindre grad end i 1970'erne er inflationsindekseret (eksempelvis som den danske dyrtidsregulering i 1970'erne), jf. IMF (2022). Desuden kan globaliseringen være medvirkende til at mindske gennemslaget fra inflation til lønninger, fordi virksomhederne i højere grad i dag end i 1970'erne har mulighed for at udflytte dele af produktionen til steder, hvor lønningerne er lavere.

a) [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat) (tabel NRG\_IND\_EI).

**Højere renter kan udløse statsgældskrise i lande med høj gæld**

Rentestigningerne risikerer ligeledes at påvirke en række europæiske økonomier særligt hårdt. Flere, særligt sydeuropæiske lande havde en høj offentlig gæld, allerede før covid-19-pandemien ramte verden. Det store tilbageslag, der fulgte covid-19-pandemien, medførte store budgetunderskud i landene og en yderligere stigning i den offentlige gæld. Disse lande har dermed et dårligt udgangspunkt til at håndtere nye udefrakommende stød, der kan give et yderligere pres på de offentlige budgetter, eksempelvis i form af krigen i Ukraine. Allerede før krigsudbruddet steg renterne på tiårige statsobligationer, og det opadgående pres på renterne er blevet forøget med den aktuelle krise. Særligt for lande med en betydelig offentlig gæld kan det blive en ekstra udfordring at håndtere de stigende renter. I yderste konsekvens kan det reducere tilliden til et eller flere landes mulighed for at overholde deres gældsforpligtigelser. Endnu er rentespændene til Tyskland dog kun steget lidt for de sydeuropæiske økonomier. Verdensbanken har derudover udtrykt bekymring om holdbarheden af de offentlige finanser i en række central- og østeuropæiske lande med tætte forbindelser til Rusland og Ukraine. Selvom gælds niveaet her i flere tilfælde er lavere end i Sydeuropa, er den finansielle uro og risikopræmieerne større i disse økonomier end i Sydeuropa.

## II.3

## UVENTET HØJ INFLATION

**Afsnittets indhold**

Inflationen er steget til de højeste niveauer siden 1980'erne i store dele af den vestlige verden. Dette afsnit præsenterer forskellige aspekter af høj og uventet inflation og giver en vurdering af inflationsudsigterne de kommende år. Afsnittet indledes med en kort beskrivelse af baggrunden for den høje inflation, og det beskrives, at inflationsudviklingen i høj grad har overrasket markedsdeltagere og prognosemagere. Herefter beskrives de umiddelbare effekter af høj og uventet inflation på forbrugere og virksomheder. Dernæst diskuteres det, hvordan der kan opstå yderligere effekter på den økonomiske aktivitet gennem forventningsdannelsen, og at disse forventninger kan variere på tværs af økonomiens aktører. Afsnittet afsluttes med en vurdering af, hvordan udvalgte bidrag til inflationen kan forventes at udvikle sig de kommende år, ligesom risici knyttet til udviklingen diskuteres.



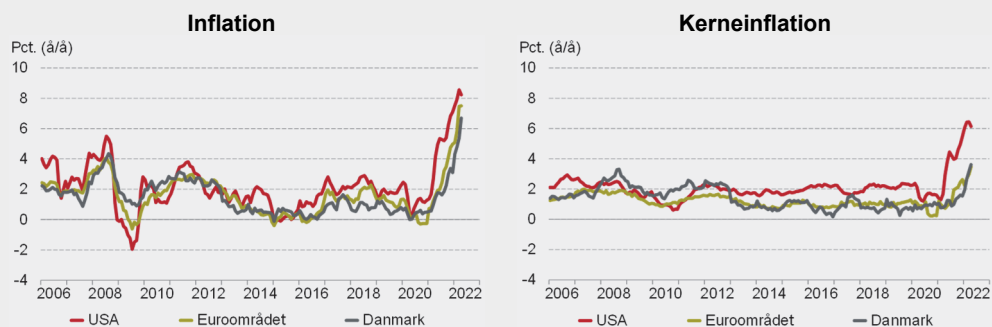
## INFLATIONEN ER TILTAGET IGENNEM 2021 OG 2022

### Høje forbruger- prisstigninger

Inflationen er tiltaget kraftigt igennem 2021 og i begyndelsen af 2022 i store dele af den vestlige verden. I april 2022 var årsvækstraten i forbrugerpriserne 8,2 pct. i USA, 7,5 pct. i euroområdet og 6,7 pct. i Danmark, jf. figur II.16. Inflationen har ikke været højere siden 1980'erne. Som beskrevet i afsnit II.2 skyldes den høje inflation en kombination af flere forhold. For det første har massiv finans- og pengepolitisk stimulans som følge af coronakrisen øget efterspørgslen betydeligt. Kombineret med forstyrrelser i forsyningskæderne har dette medført flaskehalse i produktionen og stigende priser på særligt varer og transport. For det andet har genopretningen efter pandemien været overraskende hurtig. For det tredje er priserne på særligt energi og fødevarer steget som følge af flere stød; senest krigen i Ukraine.

**FIGUR II.16 UDVIKLING I FORBRUGERPRISERNE**

Inflationen i både USA, euroområdet og Danmark er steget kraftigt det seneste år. Kerneinflation er steget betydeligt mere i USA end i euroområdet og Danmark.



Anm.: Figuren til venstre viser årsvækstraten i forbrugerprisindekset. Figuren til højre viser kerneinflationen, der er udviklingen i inflationen korrigeret for bidrag fra energi- og fødevarerpriser. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Mere bredt funderet inflation i USA end i euroområdet

I euroområdet og Danmark skyldes en betydelig del af inflationen stigende energipriser, mens inflationen i USA er mere bredt funderet. Dette afspejles blandt andet i kerneinflationen, der i april 2022 steg med 6,1 pct. i USA, hvilket er knap dobbelt så meget som i euroområdet og Danmark, jf. figur II.16. Den højere kerneinflation i USA er udtryk for, at prisstigningerne i højere grad også kan tilskrives prisstigninger på andre varer end energi og fødevarer, jf. boks II.7.

## BOKS II.7      FORSKELLIGE PRISINDEKS TIL AT OPGØRE INFLATION

Inflation er udtryk for ændringer i det generelle prisniveau og opgøres typisk som ændringen i forhold til samme måned året før. En stigning i det generelle prisniveau medfører, at købekraften falder, så husholdningerne kan købe færre varer for den samme nominelle indkomst. Der findes forskellige opgørelser af inflation, der har til formål at belyse prisudviklingen fra forskellige vinkler. Hvilket mål der er bedst, afhænger af den konkrete situation.

*Forbrugerprisindekset* opgør udviklingen i prisen på en specifik "indkøbskurv". For hvert år beregnes vægte (svarende til indholdet i indkøbskurven) baseret på den gennemsnitlige husholdnings forbrug af dagligvarer (fødevarer mv.), varige goder (tøj, møbler, elektronik mv.) og serviceydelser (restaurantbesøg, frisør, husleje inkl. opvarmning mv.). I praksis har alle husholdninger et forskelligt forbrugsmønster, og derfor vil alle husholdninger ikke blive påvirket i samme grad af en stigning i forbrugerprisindekset. Forbrugerprisindekset opgør den købspris, som husholdningen skal betale, og er derfor inklusiv moms og punktafgifter.

Det europæiske statistikorgan Eurostat offentliggør en variant af forbrugerprisindekset kaldet det *harmoniserede forbrugerprisindeks* (HICP), der er sammenlignelig på tværs af lande. Den største forskel i forhold til det danske forbrugerprisindeks er, at lejeværdi af ejerbolig ikke indgår. Denne forbrugspost har en vægt på ca. 12 pct. i forbrugerprisindekset.

*Kerneinflationen* opgør årsvækstraten i forbrugerprisindekset fratrukket det direkte bidrag fra energi og ikke-forarbejdede fødevarer. Kerneinflationen beregnes, da der historisk har været meget store prisudsving på disse varer, jf. eksempelvis Gordon (1975). Det er således et bedre mål for, om der har været prisstigninger på en bred række af varer og tjenester.

*Nettoprisindekset* opgøres på baggrund af den samme kurv af varer som forbrugerprisindekset, men er opgjøret eksklusiv skatter og afgifter. Derfor er der forskel på vægtene. På grund af de relativt høje punktafgifter på energi i Danmark fylder energi eksempelvis knap 8 pct. i forbrugerprisindekset, men kun godt 5 pct. i nettoprisindekset. Da energiafgifterne opkræves som et beløb pr. enhed, vil forbrugerpriserne procentuelt stige mindre end nettopriserne, når energipriserne stiger.

*Forbrugsdeflatoren* er en del af nationalregnskabet og opgør udviklingen i prisen på det samlede private forbrug inkl. forbrug i udlandet. Forbrugsdeflatoren er et implicit prisindeks som følger af, at det private forbrug i nationalregnskabet opgøres i både løbende og faste priser. Forholdet mellem de to er det implicite prisindeks.

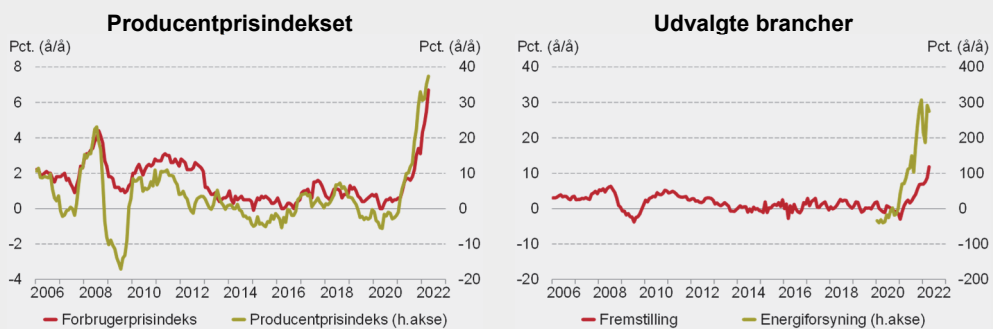
*Producentprisindekset for varer* måler udviklingen i priserne i producenternes første omsætningsled (også kaldet producentledet). Indekset omfatter kun varer og ikke tjenester. Derfor fylder råvarer og import mere end i forbrugerprisindekset. Statistikken opgøres eksklusiv moms og punktafgifter.

### Højeste årsvækst i producentprisindeks nogensinde

Det er ikke kun forbrugerprisindekset, der er steget kraftigt. Det samme gælder producentprisindekset for varer, der opgør danske producenters salgspriser i første omsætningsled (dvs. til andre producenter). I april 2022 steg producentprisindekset for varer med 37,4 pct. Det er den største stigning, siden statistikken blev introduceret i 2005, jf. figur II.17. Stigningen skyldes især en prisstigning på 274,7 pct. i branchen energiforsyningen, mens producentprisindekset for fremstillingsvirksomheder er steget med 11,8 pct. Den mere afdæmpede stigning blandt fremstillingsvirksomhederne skyldes blandt andet, at energi udgør en relativt lille andel af virksomhedernes input, jf. *Økonomi og Miljø, 2021*. Den markante stigning i virksomhedernes omkostninger må forventes at slå igennem på de priser, forbrugerne står overfor. Det er til dels allerede sket, men der kan komme yderligere stigninger de kommende måneder, jf. også diskussionen senere i afsnittet.

**FIGUR II.17 PRODUCENTPRISINDEKSET FOR VARER**

Både forbrugerprisindekset og producentprisindekset er steget kraftigt det seneste halvandet år. For producentprisindekset skyldes det særligt stigende priser i energiforsyning, jf. figuren til højre.



Anm.: Producentprisindekset for energiforsyning opgøres først fra 2019. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Gennemslag til forbrugerpriser dæmpes af flere forhold

Et IMF-studie af udbudsbegrænsninger under covid-19-pandemien finder imidlertid, at gennemslaget på kerneinflationen af et udbudsstød til producentprisindekset er relativt begrænset, jf. Celasun mfl. (2022). For det første er det kun varer, der indgår i producentprisindekset. Da tjenester udgør omkring halvdelen af forbrugerprisindekset, og tjenesteydelser typisk er mindre prisfølsomme overfor udbudsstød, vil forbrugerpriserne procentuelt øges mindre end producentpriserne. For det andet dæmpes gennemslaget af et fald i virksomhedernes profit. Det skyldes, at nogle virksomheder kan vælge midlertidigt at sænke

deres profit fremfor at øge salgspriserne i håb om at øge deres markedsandel. Denne effekt vil være mindre, hvis virksomhederne forventer, at de højere inputpriser er permanente. Det forventes i højere grad at være tilfældet med energipriserne sammenlignet med covid-19-pandemien, der formentligt i højere grad blev anset som midlertidig.

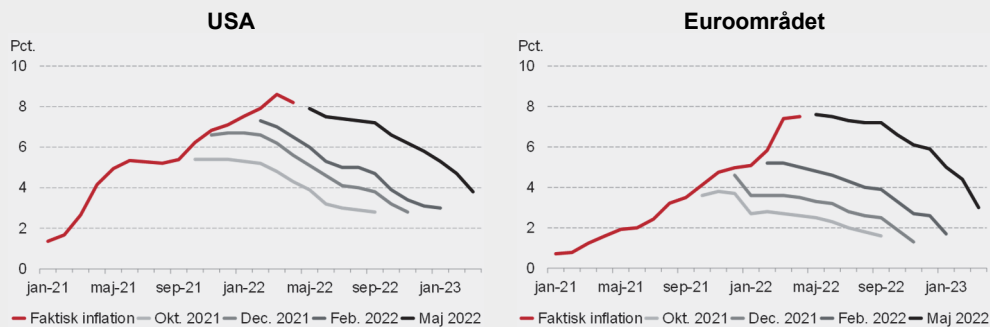
### INFLATIONEN ER HØJERE END FORVENTET

#### Høje prisstigninger har overrasket

De høje prisstigninger har overrasket mange, herunder også prognosemagere. Som et eksempel på dette har Consensus-forventningerne de seneste seks måneder været et fald i inflationen, mens den faktiske inflation derimod er fortsat med at stige, jf. figur II.18.

**FIGUR II.18 UDVIKLINGEN I PRISPROGNOSE PÅ UDVALGTE TIDSPUNKTER**

Inflationen i både USA og euroområdet har været tiltagende siden september 2021. Dette har overrasket prognosemagere, der i stedet forventede, at inflationen ville aftage.



Anm.: Figureerne viser den faktiske udvikling i det amerikanske forbrugerprisindeks hhv. det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) i euroområdet. Seneste observation for inflationen er april 2022. Den forventede inflation fra de månedlige opgørelser fra Consensus er vist for udvalgte måneder.

Kilde: Consensus Economics.

#### Flere årsager til uventet høj inflation

Der er formentlig flere årsager til, at inflationen har været højere end ventet. For det første er energipriserne steget mere, end markederne (bedømt på futures) ventede. Eftersom mange prognosemagere anvender markedsbaserede forventninger, har forudsætningerne om energiprisstigningerne været for lave i forhold til det realiserede. De højere end ventede energiprisstigninger skal ses i lyset af flere negative stød henover efteråret 2021 og vinteren 2022, senest krigen i Ukra-

ine. Hertil kommer, at energiprisstigningerne er slået hurtigere igennem på forbrugerpriserne end tidligere set, jf. ECB (2022b). Analysen fra ECB viser, at ca. trefjerdedele af centralbankens fejlskøn for inflationen i første kvartal 2022 kan tilskrives højere end forudsatte energiprisstigninger. For det andet er genopretningen efter pandemien sket hurtigere end ventet, og presset på arbejdsmarkedet i særligt USA har været større end ventet. For det tredje har forstyrrelserne i forsyningskæderne vist sig at være mere langvarige end forudsat.

### UVENTET INFLATION PÅVIRKER ØKONOMISK AKTIVITET

#### Uventet inflation påvirker den økonomiske aktivitet

Den uventede høje inflation påvirker den økonomiske aktivitet direkte. Det gælder både forbrugerne, hvis realindkomst falder, og virksomhederne, der står overfor uforudsete stigninger i deres omkostninger. Da en betydelig del af prisstigningerne har baggrund i prisstigninger på energi og råvarer, vil effekterne påvirke de forskellige aktører asymmetrisk alt efter deres eksponering overfor disse komponenter. Nedenfor beskrives de direkte effekter af uventet høj inflation på den økonomiske aktivitet, mens næste delafsnit beskriver, hvordan uventet inflation også kan påvirke forventningsdannelsen og derigennem aktiviteten.

#### Den disponible realindkomst falder ved uventede prisstigninger

Den uforudset høje inflation påvirker husholdningernes reale disponible indkomst ad tre forskellige kanaler. For det første falder reallønnen for lønmodtagere, fordi lønningerne har svært ved at tilpasse sig på kort sigt, når inflationen stiger uventet. Det skyldes blandt andet, at lønstigningerne i 2022-23 allerede er aftalte for en stor del af arbejdsmarkedet. Det gælder eksempelvis for offentligt ansatte, og til dels for privatansatte på normallønsområdet. I modsat retning trækker dog, at det stigende pres på arbejdsmarkedet kan medføre, at lønstigningerne bliver højere end det aftalte. Det skyldes, at nogle medarbejdere formentlig kan forhandle sig til forskellige tillæg i form af en bonus eller et fastholdelsestillæg, når der er en udbredt mangel på arbejdskraft. Derudover er det danske arbejdsmarked kendetegnet ved at være fleksibelt og med et relativt højt antal af jobskifte, hvilket også kan være med til at trække lønstigningerne op.

#### Stort reallindkomstfald for overførselsmodtagere

For det andet reguleres både folkepension og andre overførselsydelser som udgangspunkt med lønstigningerne i den private sektor to år tidligere. I 2022 medfører dette en lavere stigning i ydelserne end normalt, fordi den private lønstigningstakt i 2020 var påvirket af covid-19-pandemien og en forventning om, at inflationen de kommende år ville være lav. Denne lave regulering finder sted samtidig med, at inflationen er høj, hvilket vil medføre et fald i realindkomsten for indkomstoverførselsmodtagere.

**Forsinket regulering af grænser i skattesystemet kan øge skatten**

For det tredje stiger den effektive skat, hvis de stigende priser bliver fulgt af højere lønstigninger. Det skyldes, at det danske skattesystem er indrettet med en række forskellige indkomstgrænser, blandt andet personfradraget og topskattegrænsen. Disse grænser reguleres løbende for at sikre, at de udgør en konstant andel af indkomsten for en typisk lønmodtager, men reguleringen sker med en forsinkelse på to år. En tiltagende lønstigningstakt vil dermed indebære, at en mindre del af indkomsten omfattes af personfradraget, og at en større del vil blive omfattet af topskatten. Resultatet bliver, at den gennemsnitlige skattebetaling øges midlertidigt med et fald i den disponible indkomst til følge, jf. også afsnit II.6.

**Lavere realindkomst dæmper forbrug**

Et fald i realindkomsten påvirker husholdningernes forbrug negativt. Hvor meget forbruget påvirkes, afhænger af forbrugskvoten. Hvis prisstigningerne i høj grad forventes at være af midlertidig karakter, kan mange husholdninger i en periode anvende en eksisterende opsparing. Det vil medføre en (midlertidig) stigning i forbrugskvoten. Jo længere de høje prisstigninger varer ved, desto større risiko er der for, at husholdningerne vælger eller bliver nødt til at nedsætte deres reale forbrug. Et fald i forbrugskvoten er kan forekomme, hvis forbrugerne bliver mere pessimistiske omkring udviklingen i den økonomiske aktivitet, jf. også diskussionen i næste delafsnit. Det kan særligt forekomme for husholdninger, der anvender gas eller el til opvarmning, og som dermed bliver særlig hårdt ramt af de stigende priser.

**Uventet inflation er en omfordeling fra långiver til låntager, ...**

Uventet inflation medfører også en omfordeling fra långivere til låntagere, da den reale værdi af et udestående lån falder. Omfordelingen øger låntagers nettoformue på bekostning af personer med en positiv opsparing, eksempelvis pensionsopsparing.<sup>7</sup> Da den typiske låntager vil være en yngre person i arbejdsstyrken, mens en gennemsnitlig långiver vil være ældre, vil denne effekt i praksis være en omfordeling mellem generationer. Bemærk, at effekten kun forekommer ved uventet inflation, da långiver vil kræve kompensation for en forventet inflation i form af en højere nominel rente.

**... der kan have aktivitetseffekter**

Hvis der er forskelle i forskellige gruppers marginale forbrugstilbøjelighed af ændringer i formuen, kan denne omfordeling også have en påvirkning på den økonomiske aktivitet, jf. Doepke og Schneider (2006). Hvis husholdningerne fordeler forbruget over den forventede levetid, vil den marginale forbrugstilbøjelighed stige med alderen, da ældre husholdninger i gennemsnit har færre leveår at fordele en stigning i

---

7) Ofte vil gæld være modsvaret af en formue (eksempelvis friværdi i en bolig eller et varelag). Hvis værdien af dette aktiv falder, så udgør det et tab for låntager. Hvis den uventede inflation medfører stigende renter og derigennem lavere boligpriser, er det ikke oplagt, at nettogevinsten for en boligejer med boliglån er positiv.

indkomsten på. Det betyder, at en omfordeling fra ældre husholdninger til unge kan medføre, at forbruget falder, mens den samlede opsparing vil stige. Hvis omfordelingen medfører en stigning i de yngre husholdningers nettoformue, kan arbejdsudbud og produktion også falde, da de berørte husholdninger i så fald potentielt nedsætter deres arbejdstid, jf. Doepke og Schneider (2006). Derimod bæres en stor del af tabet af pensionister, der ikke er på arbejdsmarkedet, og som i stedet er nødt til at sænke deres forbrug (eller efterlade en mindre arv).

#### Virksomheders reaktion afhænger af markedsmagt

Ligesom for forbrugerne er der forskel på tværs af virksomheder på, hvem der rammes af uventet inflation. En del af den aktuelt uventede inflation kan som nævnt tilskrives højere end ventede energiprisstigninger og rammer derfor særligt virksomheder med en energiintensiv produktion som eksempelvis metalindustrien, slagterier og mejerier. Virksomhedernes muligheder for at overvælte inputprisstigninger i deres salgspriser afhænger af deres konkurrencesituation. Hvis en virksomhed agerer under fuldkommen konkurrence, har virksomheden ingen indflydelse på markedsprisen. Derfor må en isoleret stigning i inputpriserne (f.eks. råvare- eller energipriserne) ventes at medføre, at de berørte virksomheder nedsætter produktionen. Hvis en virksomhed i stedet befinder sig på et marked med imperfekt konkurrence, har virksomheden mulighed for at tilpasse dens markup.<sup>8</sup> Der er tegn på, at danske virksomheders markedsmagt er steget henover det seneste årti, jf. *Produktivitet, 2022*. Det kan betyde, at virksomhederne har mulighed for at overvælte stigende inputpriser i salgspriserne.

#### Regionale forhold kan medføre ændret konkurrenceevne

Den uventet høje inflation påvirker ikke kun danske virksomheder, men også en lang række udenlandske virksomheder. De øgede omkostninger for danske virksomheder medfører derfor ikke nødvendigvis et tab af konkurrenceevne i samme omfang, som man normalt kan forvente. Konkurrenceevnepåvirkningen afhænger af ændringen i de relative omkostninger, der blandt andet påvirkes af, hvor energiintensive virksomheder i forskellige lande er. Herudover afhænger effekten på konkurrenceevnen af, i hvor høj grad de uventede prisstigninger giver udslag i øgede lønkrav. På regionale energimarkeder har de geopolitiske forhold medført, at prisforskellen på eksempelvis naturgas i USA og Europa er blevet markant forøget, jf. afsnit II.2. Dette medfører alt andet lige en forbedring af energitunge amerikanske virksomheders konkurrenceevne set i forhold til deres europæiske konkurrenter.

8) Dette svarer til en efterspørgselskurve med negativ hældning modsat fuldkommen konkurrence, hvor efterspørgselskurven er flad.

## INFLATIONSFORVENTNINGER VARIERER PÅ TVÆRS AF ØKONOMIENS AKTØRER

### Ændring i inflationsforventninger påvirker økonomisk udvikling

I tillæg til de direkte effekter på den økonomiske aktivitet som følge af uventet høj inflation, kan der opstå effekter som følge af påvirkningen på forventningsdannelsen. Ændringer i forventningerne vil have betydning for udviklingen i det private forbrug, løndannelsen, investeringer, aktivpriser mv. Der findes ikke et enkelt mål for inflationsforventningerne, fordi forskellige økonomiske aktører (husholdninger, virksomheder, professionelle investorer, centralbanker mv.) har hver deres sæt af forventninger til fremtiden baseret på de faktisk observerede prisstigninger og deres forventning til udviklingen i den økonomiske aktivitet. Det er derfor relevant at undersøge, hvordan forskellige aktørers forventninger har udviklet sig i lyset af det seneste års høje inflation. For at få indblik i forventninger til inflationen de kommende år kan man enten indsamle forventningerne blandt professionelle prognosemagere, observere de finansielle markeders implicitte forventninger til inflationen eller spørge husholdninger og virksomheder om deres forventninger.<sup>9</sup>

### Danske forbrugere forventer stigende priser det kommende år, ...

Husholdningernes forventninger påvirker privatøkonomiske beslutninger allerede i dag og kan derfor give information om, hvordan det private forbrug vil udvikle sig. I Danmark opgøres danske husholdningers forventninger til priserne et år frem i tiden i et indeks sammen med forbrugstillidsindikatoren, jf. figur II.19. I april 2022 faldt prisforventningerne sammenlignet med måneden før, hvor prisforventningerne var på det højeste niveau siden 1970'erne. Hvis forventningen om stigende priser skyldes en høj efterspørgsel, kan det fremrykke privat forbrug, fordi en lavere realrente medfører et lavere forbrug i fremtiden. I praksis har sammenhængen vist sig at være anderledes, fordi husholdningerne ofte fortolker prisstigninger som udtryk for en forværring af de økonomiske udsigter, jf. Candia mfl. (2020), hvilket er i overensstemmelse med, at prisstigninger forekommer som følge af et negativt udbudsstød.<sup>10</sup>

---

9) De finansielle markeders implicitte inflationsforventninger kan eksempelvis søges anslået som rentespændet mellem en nominal statsobligation og en tilsvarende statsobligation med samme løbetid, der er indekseret til inflationsudviklingen.

10) En anden tolkning af denne sammenhæng er, at indkomsteffekten af tabt købekraft overstiger substitutionseffekten af, at husholdninger vil fremrykke forbrug, fordi en lavere realrente gør forbrug i dag relativt billigere sammenlignet med forbrug i fremtiden.



**FIGUR II.19 FORBRUGERNES PRISFORVENTNINGER**

En stigende andel af de danske forbrugere forventer, at priserne vil stige i løbet af det kommende år.



Anm.: Figuren viser sammenvæjningen af besvarelser på spørgsmålet: "Sammenlignet med den nuværende situation, hvordan tror du priserne vil udvikle sig i løbet af de kommende 12 måneder?". Vægten til svarmuligheden "Priserne vil stige hurtigere end nu" er 100, vægten til "Priserne vil stige i samme tempo som nu" er 50, vægten til "Priserne vil stige langsommere end nu" er 0, vægten til "Priserne forbliver uændret" er -50, mens vægten til svaret "Priserne vil faldet lidt" er -100. Nettotallet er et simpelt gennemsnit af besvarelserne. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**... hvilket kan få  
forbruget af varige  
goder til at falde**

Den negative tolkning af inflationsforventningerne understøttes af, at andelen af danske forbrugere, der mener, at det for nuværende er et godt tidspunkt at anskaffe større forbrugsgoder, er på det laveste niveau siden december 2008, jf. Danmarks Statistik (2022c). Dette er i overensstemmelse med to nye studier af, hvordan husholdningernes inflationsforventninger påvirker deres forbrug. Et studie konkluderer, at hollandske husholdninger, der fik oplysninger om den lave inflation i 2018, sænkede deres inflationsforventninger og øgede forbruget af varige forbrugsgoder sammenlignet med en kontrolgruppe, jf. Coibion mfl. (2021a). Et andet studie af amerikanske husholdninger konkluderer tilsvarende, at højere inflationsforventninger sænker forbruget af varige forbrugsgoder, men derimod øger forbruget af andre forbrugsgoder og tjenesteydelser, jf. Coibion mfl. (2021b).

**Danske virksomheder forventer prisstigninger**

Når danske virksomheder bliver spurgt til forventningen til deres egen prisfastsættning henover de kommende tre måneder, så svarer en stor andel af virksomhederne i industrisektoren og dagligvarebutikker, at de forventer stigende salgspriser de kommende tre måneder, jf. figur II.20. For industrien er denne andel større end i perioden op til finanskrisen. Virksomhedernes inflationsforventninger er relevante af tre årsager. For det første kan virksomhederne være mere tilbøjelige til at give højere lønstigninger, hvis de forventer, at prisstigningerne vil fortsætte. For det andet påvirkes forbrugerpriserne direkte af de beslutninger, der træffes af virksomheder, der kan bestemme deres salgpris. Hvis virksomhederne forventer højere inflation, vil det gøre det mere sandsynligt, at de øger deres salgspriser, hvilket netop bidrager til inflationen. For det tredje afhænger virksomhedernes forventede realrente af den nominelle rente og virksomhedernes inflationsforventninger. Ud fra økonomisk teori bør et fald i virksomhedernes realrente alt andet lige medføre en stigning i virksomhedernes investeringer og deres efterspørgsel efter arbejdskraft. Analyser af virksomhedernes inflationsforventninger tyder dog på, at virksomhederne i lighed med forbrugerne i et vist omfang fortolker stigende priser som et udtryk for, at de økonomiske udsigter forværres, jf. Coibion mfl. (2020). Derfor medfører stigende inflationsforventninger i stedet, at virksomhederne reducerer deres investeringer og antallet af medarbejdere.

**Forventninger på de finansielle markeder påvirker aktivpriser**

Inflationsforventningerne blandt aktører på de finansielle markeder er vigtige, fordi de påvirker prisen på aktier, obligationer og andre aktiver. Centralbankerne kan påvirke prisdannelsen på de finansielle markeder igennem ændringer i den pengepolitiske rente eller gennem ændrede signaler om, hvordan de forventer den økonomiske aktivitet vil udvikle sig fremover (også kaldet *forward guidance*). Derudover kan de implícite forventninger på de finansielle markeder også påvirke forventningerne blandt professionelle prognosemagere.

**Mindre kendskab til inflation i lande med lav og stabil inflation**

Der er traditionelt større spredning i inflationsforventningerne blandt husholdninger og virksomheder sammenlignet med professionelle prognosemagere, jf. eksempelvis Candia mfl. (2021). Dette illustreres eksempelvis ved, at der reelt set ingen sammenhæng er mellem danske virksomheders prisforventninger i industrien og dagligvarebutikker, jf. figur II.20.<sup>11</sup> Et internationalt studie af virksomheders inflationsforventninger viser blandt andet, at der er mindre kendskab til centralbankens inflationsmål og udviklingen i den faktiske inflation i lande som USA og New Zealand, der længe har haft en stabil og lav inflation, mens opmærksomheden er meget større blandt virksomheder i lande med høj og ustabil inflation, jf. Candia mfl. (2021). Studiet finder også,

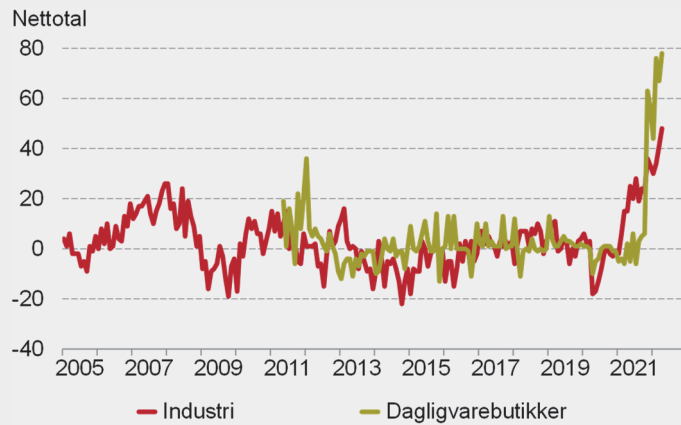
---

11) Frem til og med 2019 er korrelationskoefficienten mellem de to serier lig med -0,009.

at der er større overensstemmelse mellem husholdningernes og virksomhedernes inflationsforventninger henholdsvis forventningerne blandt professionelle prognosemagere i lande med høj inflation. En forklaring på dette kan være, at husholdninger og virksomheder kun bruger begrænsede ressourcer på at sætte sig ind i den forventede prisudvikling, hvis inflationen er relativt lav og stabil.

**FIGUR II.20 VIRKSOMHEDERS PRISFORVENTNINGER**

Både virksomheder i industrien og særligt i dagligvarebutikker forventer, at deres salgspriser vil stige de kommende tre måneder.



Anm.: Figuren viser udviklingen i virksomhedernes forventninger til salgspriserne de kommende tre måneder (inkl. den måned, undersøgelsen foretages). Svarmulighederne er: Faldende, omtrent uændret eller stigende. Nettotallet beregnes som den andel, der har svaret stigende fratrukket den andel, der har svaret faldende. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Information kan mindske spredning i forventet inflation**

Et andet studie af italienske virksomheder viser, at virksomhedernes inflationsforventninger påvirkes, når virksomhederne informeres om udviklingen i den faktiske inflation, ligesom spredningen i forventningerne mindskes, jf. Coibion mfl. (2020). Med baggrund i den høje inflation må det forventes, at udbyttet ved at sætte sig ind i den forventede prisudvikling vil stige, og dermed kan det formodes, at husholdningernes og virksomhedernes inflationsforventninger i højere grad vil konvergere imod de professionelle prognosemageres forventninger fremover.

**Inflationsforventninger afhænger af tidshorisont**

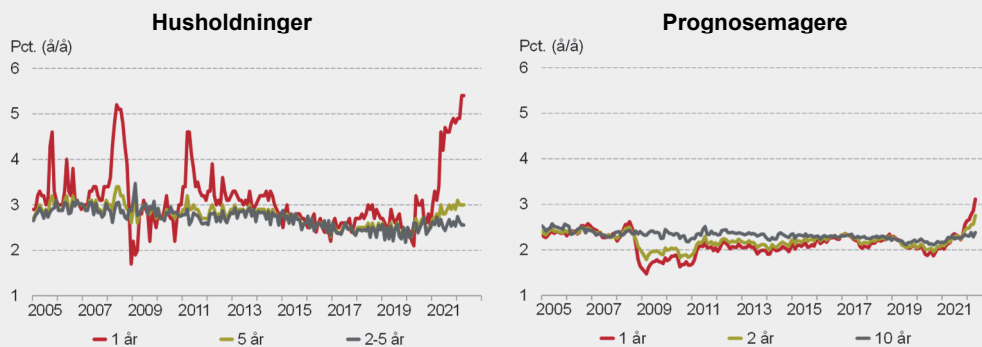
En svaghed ved de danske spørgeskemaundersøgelser er, at de kun undersøger forventningerne henholdsvis tolv måneder (for husholdninger) og tre måneder frem i tid (for virksomheder). Derudover er svarmulighederne begrænsede til kvalitative udsagn, som ikke uden videre kan oversættes til en procentvis stigning i forbrugerprisindekset. På kort sigt er ændringer i inflationsforventninger ofte drevet af den faktiske inflation eller midlertidige forhold som energi- og fødevarerpriser. På længere sigt er ændringer i inflationsforventninger et mål for, om centralbankernes inflationsmål er troværdige, jf. Beckmann mfl. (2022). Dermed må det også forventes, at der ikke er en sammenhæng mellem ændringer i inflationsforventningerne på kort henholdsvis lang sigt.

**De amerikanske forbrugeres inflationsforventninger er tæt på markedets**

For blandt andet USA findes der spørgeskemaundersøgelser med længere tidshorisonter, jf. figur II.21. Ifølge disse undersøgelser forventer de amerikanske husholdninger, at inflationen fra april 2022 i gennemsnit vil være ca. 5½ pct. de kommende tolv måneder. De kommende fem år forventer husholdningerne til gengæld, at den gennemsnitlige inflation vil være ca. 3 pct. Når forventningerne på kort og mellemlang sigt kombineres fremgår det, at de amerikanske husholdninger implicit forventer en gennemsnitlig inflation i perioden fra april 2023 og fire år frem på ca. 2½ pct. Disse forventninger på mellemlang sigt er tæt på både de professionelle prognosemageres og de finansielle markeders inflationsforventninger og den amerikanske centralbanks inflationsmålsætning. Dermed er der ikke tegn på uforankrede inflationsforventninger i USA.

**FIGUR II.21 INFLATIONSFORVENTNINGER I USA**

På kort sigt er både husholdningernes og de professionelle prognosemageres inflationsforventninger tiltaget kraftigt i USA, men på længere sigt forventes fortsat en inflation på ca. 2½ pct. Dette niveau er lidt højere end Federal Reserves inflationsmål, men tæt på det historiske gennemsnit.



Anm.: Figuren til venstre viser udviklingen i husholdningernes inflationsforventninger det næste år henholdsvis de næste fem år. Kurven "2-5 år" viser den gennemsnitlige inflation for perioden fra om et år frem til om fem år, der er konsistent med de to andre kurver. Figuren til højre viser inflationsforventninger fra Fed Philadelphias Arouba Term Structure of Inflation Expectations. "1 år" angiver forventningen til den gennemsnitlige inflation et år frem osv. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Michigan Universitet og Fed Philadelphia via Macrobond.

## INFLATIONEN VENTES AT AFTAGE I ANDET HALVÅR

**Inflation afhænger særligt af pandemi, energipriser og kapacitetspres**

Den aktuelt høje inflation skal ses med baggrund i særligt fire forhold:

- Penge- og finanspolitisk stimulans
- Forbrugsforskydninger, herunder forsyningskædeforstyrrelser
- Stigende råvarepriser på særligt fødevarer og energi
- Et tiltagende kapacitetspres på arbejdsmarkedet.

I det følgende diskuteres kort, hvad der kan forventes om bidraget fra hver af disse kanaler de kommende år.

**Ekstraordinær stimulans ophører**

For det første forventes den ekstraordinære finanspolitiske stimulans, der blev igangsat for at stabilisere økonomien under covid-19-pandemien, at blive dæmpet. Pengepolitikken ventes at blive strammet betydeligt i såvel USA som euroområdet de kommende år, hvilket forventes at dæmpe den økonomiske aktivitet, jf. også afsnit II.2. Dertil kommer,

at der forventes en gradvis finanspolitisk stramning i både USA og euroområdet i 2022-23, jf. IMF (2022).

**Forskydning over mod varer ventes reverseret**

For det andet har pandemien skabt en forskydning i forbruget væk fra serviceydelser og over imod varer, fordi restriktioner i forbindelse med covid-19-pandemien særligt har været målrettede servicesektoren. Denne udvikling har medført et øget pres på de internationale forsyningskæder og givet anledning til stigende fragtpriser og høje prisstigninger på varer. Forbrugsforskydningen over imod varer forventes at blive reverseret i takt med, at restriktioner på særligt serviceerhverv er bortfaldet i mange europæiske lande i løbet af første halvår 2022, og at det normale udbud gradvist genoprettes. Derfor forventes bidraget til inflationen fra stigende varepriser at aftage markant i andet halvår 2022.

**Forsyningskæder normaliseres langsomt**

Den forventede normalisering af forbrugssammensætningen vil lette presset på de globale forsyningskæder. Nye nedlukninger i Kina kan dog forsinke denne normalisering. Kina har reageret på en ny smittebølge af covid-19 med nedlukninger af blandt andet den største by Shanghai med mere end 20 mio. indbyggere, hvor verdens største containerhavn ligger. De kinesiske havne er ikke lukket helt ned på samme måde, som det eksempelvis var tilfældet i sommeren 2021, men aktiviteten er aftaget kraftigt. Hvis nedlukningerne står på henover sommeren, hvor mange varer normalt bliver fragtet til USA og Europa frem mod julehandlen, kan dette medføre nye forstyrrelser i de globale forsyningskæder. Det var særligt de kinesiske havnedlukninger i netop denne periode, der førte til de kraftigt stigende fragtrater i andet halvår 2021.

**Energiprisstigninger aftager, ...**

For det tredje forudsættes det i nærværende prognose, at energiprisstigningerne topper i første halvår 2022, hvorefter de vil aftage svagt igennem de kommende år. Denne forventning er i overensstemmelse med futurespriserne på olie og naturgas, jf. figur II.22. Forventningen om et svagt fald i olieprisen skyldes blandt andet de nye kinesiske nedlukninger, der mindsker efterspørgslen efter råvarer inkl. olie, samt koordinerede forsøg på at modvirke de stigende oliepriser ved at frigive oliereserver fra de strategiske nødlagre, jf. eksempelvis IEA (2022).

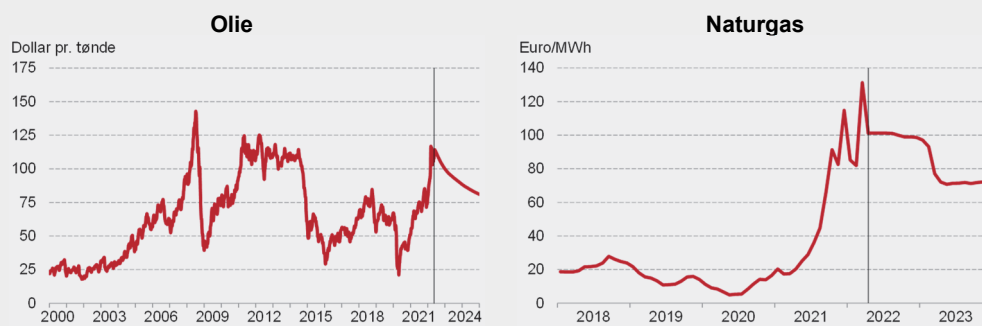
**... men niveauet forventes at være højere**

Trods forventning om afdæmpende fald i energipriserne de kommende år ventes energiprisniveauet at forblive på et højere niveau, end der var udsigt til inden krigen i Ukraine. Særligt naturgasprisen i Europa forventes at forblive på et højt niveau. Det skyldes dels usikkerhed om forsynings sikkerheden af naturgas fra Rusland og dels et politisk ønske om uafhængighed af russisk energi. Et skifte over mod andre leverandører af gas, herunder ikke mindst flydende naturgas (LNG), vil

alt andet lige øge gasprisen i Europa.<sup>12</sup> Hertil kommer, at EU-landene har aftalt, at gaslagrene skal være mindst 80 pct. fyldte pr. 1. november 2022, hvilket bidrager til at holde efterspørgslen oppe i år. Den forudsatte udvikling i energipriserne indebærer, at bidraget fra energipriser til inflationen vil falde igennem 2022. I begyndelsen af 2023 forventes et negativt vækstbidrag fra energipriser til inflationen som følge af, at olie- og naturgasprisen forventes at være lavere end i begyndelsen af indeværende år.

**FIGUR II.22 FUTURESPRISER PÅ ENERGI**

Energipriserne er steget til høje niveauer i begyndelsen af 2022. Ifølge futurespriserne er markedsforventningen, at olieprisen vil falde, men at prisniveauet fortsat vil være højt. Priserne på naturgas forventes at være særligt høje igennem 2022, før de ventes at aftage.



Anm.: Figuren til venstre viser den nominelle oliepris opgjort i amerikanske dollar pr. olietønde. Figuren til højre viser udviklingen i den europæiske pris på naturgas. De lodrette streger markerer overgang til futurespriser baseret på markedsdata fra den 16. maj 2022.

Kilde: Macrobond.

**Stigningen i producentpriserne vil medføre andenrunde effekter**

De markante energiprisstigninger det seneste år er medvirkende til, at producentpriserne er steget betydeligt. Udviklingen siden 2006 tyder på, at ændringer i producentpriser og forbrugerpriser sker næsten samtidig. En del af producentprisstigningerne må derfor forventes allerede at være slået igennem på forbrugerpriserne.<sup>13</sup> Den historisk høje

12) Naturgas i flydende form (LNG) kan transporteres via skibe, men processen med at nedkøle gassen er meget energitung, og derfor foretrækkes transport via rørledninger ofte. Det medfører, at der findes regionale naturgasmarkeder med forskelligt prisniveau.

13) I praksis er samvariationen mellem ændringer i forbrugerprisindekset og producentprisindekset i perioden fra 2006M1-2022M04 størst, når producentprisindekset opgøres to måneder efter forbrugerprisindekset.

stigning i producentprisindekset kan imidlertid tale for, at der kan ventes et yderligere bidrag til inflationen herfra de kommende måneder, da nogle producenter formentlig har valgt midlertidigt at sænke deres profit fremfor at øge salgspriserne med det samme i lyset af de stigende omkostninger. Hvis omkostningsstigningerne bliver længerevarende, kan en større del imidlertid forventes overvæltet til forbrugerne. Dertil kommer effekten af, at de højere salgspriser i første omsætningsled bevæger sig op igennem forsyningskæden (såkaldte andenrunde-effekter). Erfaringer fra Danmark fra de seneste år viser, at det tager ca. et halvt år, før ændringer i producentprisindekset slår igennem på kerneinflationen. Det er i overensstemmelse med en analyse fra ECB (2017), som undersøger sammenhængen i eurolandene.

**Fødevarepriser  
ventes at  
forblive høje**

Det er ikke kun energipriser, men også andre råvarepriser, herunder fødevarepriser, der er steget markant det seneste år. Forhøjede produktionsomkostninger samt usikkerhed om høsten i Ukraine indebærer, at fødevarepriserne kan forventes at forblive på et højt niveau i år og næste år. Peersman (2022) viser, at de stigende priser på ikke-forarbejdede fødevarer kun overvæltet delvist i forbrugerpriserne, hvilket indikerer, at en del af prisstigningerne absorberes gennem lavere profiler i forsyningskæden. Studiet finder imidlertid også, at højere fødevarepriser vil øge forbrugerpriserne på lang sigt, hovedsageligt som følge af højere lønninger. Gennemslaget fra fødevareprisstigningerne til forbrugerpriserne ventes at stige frem mod efteråret, hvorefter bidraget stabiliseres.

**Lønstigninger  
forventes at tiltage i  
2022 og særligt 2023**

For det fjerde ventes højere inflation kombineret med et stort kapacitetspres på arbejdsmarkedene at føre til højere lønstigninger i både 2022 og særligt i 2023, hvilket forventes at bidrage til, at inflationen næste år fortsat vil være højere end det seneste årti. Det gælder i særlig grad i USA og Danmark, hvor presset på arbejdsmarkedet er særligt stort. Lønstigningerne ventes at blive højere i 2023 end i 2022, dels som følge af, at der er en vis træghed i løndannelsen, og dels som følge af, at usikkerheden er øget på kort sigt på grund af krigen i Ukraine. Det forudsættes, at der ikke igangsættes en accelererende lønprisspiral, fordi inflationsforventninger forbliver forankrede, jf. også diskussionen i næste delafsnit.

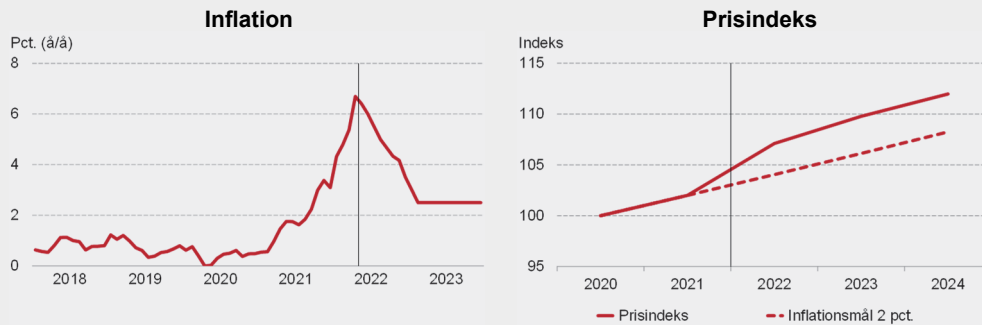
**Konklusion: Inflation  
ventes at aftage i  
andet halvår 2022,  
men prisniveau er  
forøget**

Samlet set indebærer forudsætningerne, at der er udsigt til høj inflation i 2022, men stigningstakten ventes at aftage fra sommeren 2022 og nå tilbage på et mere normalt niveau. Ved udgangen af 2022 ventes inflationsniveauet fortsat at være højere end i de foregående år, jf. figur II.23. En kombination af nominal pristræghed og den forventede stigning i lønstigningstakten forventes at medføre, at prisstigningerne vil aftage til et niveau svarende til ECB's inflationsmålsætning på 2 pct. Det indebærer, at prisniveauet permanent er forøget.



**FIGUR II.23 INFLATION I DANMARK**

Inflationen i Danmark er steget kraftigt fra 1,8 pct. i august 2021 til 6,7 pct. i april 2022. Det forventes, at inflationen fortsat vil være høj henover sommeren for efterfølgende at aftage i efteråret 2022.



Anm.: Den lodrette streg markerer overgangen til prognosen. For figuren til venstre er seneste observation april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

## RISIKO FOR ACCELERERENDE LØNPRISSPIRAL

### Stigende priser og lønninger dæmper efterspørgslen

I nærværende prognose forudsættes det, at lønstigningstakten tiltager igennem 2022-23, men at der ikke igangsættes en accelererende lønprisspiral. I udgangspunktet er kapacitetspresset i dansk økonomi så højt, at der vurderes at være et betydeligt løn- og prispres. Hvis lønmodtagerne forventer, at inflationen også vil være høj om et eller to år, så kan de øge deres lønkrav for at bevare købekraften. Stigende priser og lønninger er en del af en markedsøkonomis selvkorrigerende mekanisme i en situation med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. De stigende priser dæmper den indenlandske efterspørgsel og bidrager dermed til, at beskæftigelsen gradvist falder tilbage mod det strukturelle niveau.

### Skred i inflationsforventningerne er særligt bekymrende

Hvis husholdningernes forventningsdannelse ikke er lineær, så kan gennemslaget fra inflationsforventninger til faktisk inflation afhænge af niveauet for den faktiske inflation, jf. Blanchard (2018). Når inflationen i en årrække har været lav og stabil, så kan det ikke betale sig for husholdningerne at følge prisudviklingen, og derfor ændrer husholdningernes inflationsforventninger sig ikke ved små ændringer i den faktiske inflation. Det giver mulighed for, at økonomisk politik til en vis grad kan øge beskæftigelsen, uden at inflationen påvirkes. Med de høje og

uventede prisstigninger det seneste år må det formodes, at husholdningernes opmærksomhed på inflation øges. Dette kan medføre, at den langsigtede Phillipskurve igen bliver lodret, så der ikke er nogen afvejning mellem arbejdsløshed og inflation. Derfor er det vigtigt at være opmærksom på, om husholdningernes inflationsforventninger stiger i takt med den faktiske inflation.

#### Lønprisspiral kan blive særlig stærk i Danmark

Der er flere forhold, som taler for, at lønprisspiralen kan blive særlig stærk i Danmark. For det første er kapacitetspresset på det danske arbejdsmarked større end i euroområdet. For det andet vil effekten af højere løn- og prisstigninger dæmpes i den nuværende situation, hvor der også er udsigt til højere inflation blandt vores primære aftagerlande, fordi højere lønninger og priser i Danmark i mindre grad vil påvirke konkurrenceevnen. For det tredje vil en isoleret accelererende lønprisspiral i Danmark ikke umiddelbart blive bremsset af pengepolitikken, fordi Danmark importerer sin pengepolitik fra euroområdet via fastkurspolitikken. Samlet set er der en betydelig risiko for, at en accelererende dansk lønprisspiral kan medføre et kraftigt fald i konkurrenceevnen, så beskæftigelsen ikke aftager gradvist mod det strukturelle niveau, men i stedet falder markant under det strukturelle niveau. Dette vil skabe et behov for en længerevarende periode med lavere løn- og prisstigninger for at genvinde konkurrenceevnen og genoprette beskæftigelsen.

## II.4

## AKTUELLE UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI

#### Indhold i afsnittet

I dette afsnit præsenteres forventningerne til dansk økonomi frem mod 2030. Afsnittet viser indledningsvist, at dansk økonomi havde et stærkt udgangspunkt før krigen i Ukraine – også sammenlignet med andre lande. Dernæst præsenteres hovedtræk i konjunkturvurderingen, hvorefter udvalgte dele uddybes.

### HØJT AKTIVITETSNIVEAU I DANSK ØKONOMI

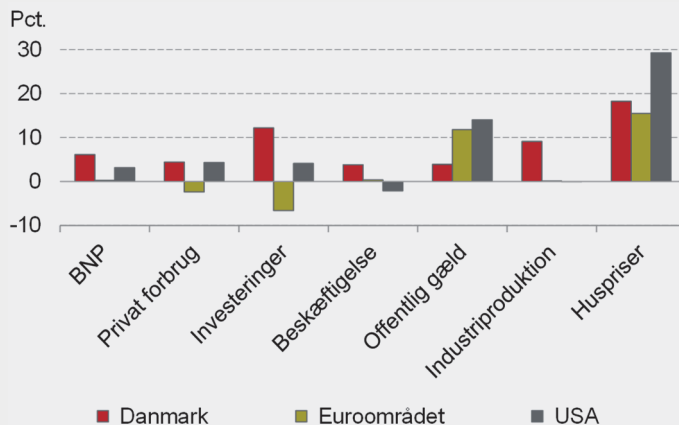
#### Højt aktivitetsniveau i Danmark i forhold til andre lande, ...

Siden foråret 2021 har Danmark oplevet stor fremgang i den økonomiske aktivitet ovenpå coronapandemien, og aktivitetsniveauet er højt i dansk økonomi – også sammenlignet med andre lande. Figur II.24 sammenligner Danmark med euroområdet og USA for en række indi-

katorer for fjerde kvartal 2021 i forhold til fjerde kvartal 2019, umiddelbart før pandemien brød ud. I fjerde kvartal 2021 var BNP 6,1 pct. over niveauet i fjerde kvartal 2019. Siden pandemiens udbrud har Danmark dermed oplevet en større fremgang i BNP end både USA og euroområdet. I euroområdet var BNP eksempelvis kun omtrent tilbage på niveauet forud for pandemien i fjerde kvartal 2021, mens fremgangen i USA kun var omtrent halvt så stor som i Danmark. Danmark skiller sig især ud med en høj vækst i investeringerne, men en høj forbrugsvækst har også trukket en væsentlig del af den danske fremgang. Den danske industriproduktion skiller sig også ud med en fremgang på 9 pct., mens der ikke har været fremgang i industriproduktionen i hverken USA eller euroområdet gennem pandemien.

**FIGUR II.24 STATUS EFTER PANDEMIEN**

Danmark er på en lang række parametre kommet bedre igennem coronapandemien end euroområdet og USA, når man sammenligner 4. kvartal 2021 med 4. kvartal 2019.



Anm.: Søjlerne viser den procentvise ændring fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. For offentlig gæld (opgjort som andel af BNP) vises ændringen i pct.point.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

... også på arbejdsmarkedet

Den mere positive udvikling i Danmark kommer også til udtryk på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen i fjerde kvartal 2021 kun i Danmark overgik niveauet forud for pandemien. Til sammenligning lå beskæftigelsen i USA fortsat 2 pct. under niveauet før pandemien, mens beskæftigelsen i euroområdet netop var nået tilbage på før-krise-niveauet. Den mere gunstige situation i Danmark afspejles også i en

mindre stigning i den offentlige gæld under pandemien. Et område, hvor Danmark til gengæld ikke skiller sig ud, er den markante fremgang i boligpriserne under pandemien. Selvom der har været fart på det danske boligmarked, er huspriserne steget betragteligt mere i USA, og i euroområdet har væksten kun været en smule mindre end i Danmark. Det kan indikere, at midlertidige coronarelaterede forhold kan forklare en del af fremgangen i boligpriserne på tværs af lande under pandemien, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

**BNP blev langt højere end skønnet**

Udviklingen i dansk økonomi er ikke blot positiv i forhold til andre lande, men har også overrasket i forhold til prognoserne offentliggjort efter udbruddet af coronakrisen. Opgjort som årsgennemsnit var BNP i 2021 2,5 pct. højere end niveauet i 2019 ifølge de nyeste tal fra Danmarks Statistik. I juni 2020 var skønnet, at væksten fra 2019 til 2021 ville være lav, men positiv (ca. 1 pct.), jf. *Prognoseopdatering juni 2020*. Den seneste prognose pegede på en vækst på ca. 1¼ pct. fra 2019 til 2021, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Trods endnu en opblussen af corona henover vinteren blev væksten endnu højere end ventet i efteråret. Dette understøtter billedet af, at dansk økonomi er kommet solidt gennem coronakrisen.

**Højkonjunktur i Danmark**

Danmark befandt sig i en begyndende højkonjunktur i slutningen af 2019, inden coronapandemien brød ud, og højkonjunktoren er tilbage med fuld kraft i starten af 2022, hvor dansk økonomi står stærkt, også i forhold til USA og euroområdet.

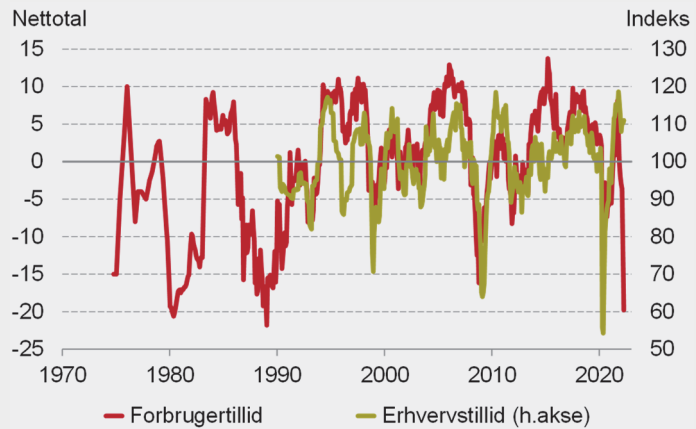
## **KRIG I UKRAINE DÆMPER VÆKSTUDSIGTERNE**

**Uklart billede**

Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar 2022 har forstærket de prisstigninger, der allerede inden var set for energi og mange andre råvarer. Samtidig er renterne steget, og usikkerheden er tiltaget. Dette indebærer en international vækstafdæmpning, jf. afsnit II.2, og lægger også en dæmper på udsigterne for dansk økonomi. Den seneste tids udvikling har ført til et kraftigt fald i forbrugertilliden, som overgår faldet i forbindelse med finanskrisen og er på niveau med oliekrisen i 1974 og tilbageslagene i 1980'erne. Billedet er dog uklart, for erhvervslivets forventninger er ikke faldet i nær samme omfang, jf. figur II.25.

**FIGUR II.25 TILLIDSINDIKATORER**

Forbrugertilliden faldet markant og er på niveau med finanskrisen, oliekrisen i 1974 og tilbageslagene i 1980'erne. Sædvanligvis følges tillidsindikatorerne for forbrugere og erhvervslivet ad, men erhvervslivets tillidsindikator er fortsat på et højt niveau.



Anm.: Seneste observation er april for både forbrugerforventninger og erhvervstillid. Egen sæsonkorrektur af forbrugerforventninger. I perioden 1974-77 var der kun forbrugerforventningsundersøgelse i enkeltstående måneder, disse tal er ikke sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Realøkonomisk  
forløb afhænger af  
udviklingen i krigen**

Krigens forløb og de økonomiske konsekvenser heraf er forbundet med betydelig usikkerhed, og prognoser for udviklingen i international og dansk økonomi i de kommende år kan ikke ses uafhængigt heraf. Nærværende prognose bygger på en række forudsætninger, blandt andet om krigens forløb, jf. boks II.8. Hovedtallene i fremskrivningen fremgår af tabel II.2.

**BOKS II.8 CENTRALE FORUDSÆTNINGER**

Vurderingen af udviklingen i dansk økonomi er baseret på en række forudsætninger om udviklingen i udlandet, renter og finanspolitikken. Konjunkturvurderingen lægger de reviderede nationalregnskabstal til og med 4. kvartal 2021, som blev offentliggjort d. 31. marts 2022, til grund samt diverse indikatorer, der rækker ind i første halvår, herunder BNP-indikatoren for 1. kvartal, som blev offentliggjort d. 16. maj.

*Udland og finansielle forhold*

De internationale vækstforudsætninger baseres på IMF's hovedscenarie fra april 2022, jf. afsnit II.2. Det indebærer en vækst på de danske eksportmarkeder på ca. 3¼ pct. i 2022 og godt 2½ pct. i 2023. Valutakurser forudsættes konstant på niveauet fra april måned, og olieprisen forventes at have et årsniveau på ca. 105 dollar pr. tønde i år og godt 90 dollar i 2023. Det forudsættes, at ECB sætter renten op tre gange med 25 basispoint i år og yderligere 50 basispoint næste år, hvorved renten er ¾ pct. ved udgangen af 2023. Den danske statsobligationsrente forudsættes at stige til ca. 1½ pct. i løbet af 2022. Desuden lægges det til grund, at de tilbageværende coronarelaterede forsyningskædeforstyrrelser forsvinder i løbet af i år, og at pandemien ikke har nævneværdig økonomisk effekt de kommende år. Endelig lægges til grund, at den høje inflation er midlertidig, men at energipriserne såvel som priser og lønninger generelt vil forblive høje i en årrække, jf. afsnit II.3.

*Offentlige finanser*

Prognosen lægger den vedtagne politik, herunder udgiftslofterne til og med 2025, til grund. Siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* har der været flere finanspolitiske tiltag, som alt andet lige bidrager til at øge aktiviteten i Danmark. Samlet set vurderes de offentlige udgifter som følge af politiktiltag at være forøget med ca. 15 mia. kr. siden *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Dertil kommer udgifter til flygtninge af et endnu ukendt omfang. Finanspolitikken vurderes samlet set at løfte aktivitetsniveauet med ca. 1¼ pct. i 2022 i forhold til 2019 (dvs. før corona) og øge aktiviteten med ca. ¼ pct. fra 2022 til 2023. Udviklingen i de offentlige finanser beskrives nærmere i afsnit II.6.

**Højt udgangspunkt giver høj årsvækst**

Efter en meget høj vækst gennem 2021 er der udsigt til en opbremsning af væksten i Danmark. Det skyldes for det første, at Danmark i starten af året befandt sig i en højkonjunktur med et højt efterspørgselsniveau og stort pres på arbejdsmarkedet, hvorved en gradvis normalisering af konjunktursituationen vil trække i retning af lavere vækst de kommende år. Dertil kommer krigen i Ukraine, som i kombination med høj inflation dæmper vækstudsigterne. Samlet set ventes omtrent stilstand i dansk økonomi i gennem året, men givet det høje udgangspunkt i slutningen af 2021 vil det indebære en årsvækst i BNP på ca. 3½ pct. I løbet af næste år ventes BNP at være bragt omtrent ned på det strukturelle niveau som følge af svag vækst i 2023, og i de efterfølgende år ventes BNP at følge den strukturelle vækst, jf. figur II.26.

**TABEL II.2 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN**

Der er udsigt til høj vækst i år i forhold til niveauet sidste år, en beskæftigelse markant over det strukturelle niveau samt en høj inflation og tiltagende lønstigninger.

	2021	2021	2022	2023	2030 <sup>a)</sup>
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	1.139	4,2	2,1	1,6	2,2
Offentligt forbrug	609	3,7	1,0	0,4	1,0
Offentlige investeringer	87	4,3	-3,9	7,0	1,4
Boliginvesteringer	140	6,1	0,6	-1,0	0,1
Erhvervsinvesteringer	333	5,8	1,6	-2,8	1,4
Lagerændringer	22	0,3	0,0	-0,2	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.329	4,7	1,5	0,4	1,7
Eksport	1.487	7,8	5,8	2,5	1,9
Import	1.320	8,2	2,5	2,5	2,4
Bruttonationalprodukt	2.497	4,7	3,5	0,6	1,4
Bruttonationalprodukt, aftagerlande		5,2	3,2	2,6	1,7
	1.000 pers.	-----	Ændring i 1.000 pers.	-----	
Strukturel arbejdsstyrke	3.014	19	17	14	7
Arbejdsstyrke	3.055	51	45	-23	2
Beskæftigelse	2.961	77	80	-38	-1
		-----	1.000 pers.	-----	
Nettoledighed		94	58	74	96
Beskæftigelsesgap		46	106	52	0
		-----	Pct.	-----	
Forbrugerpriser		2,1	4,9	2,5	1,9
Timelønsomkostninger		2,6	3,6	4,6	3,4
Kontantpris på enfamiliehuse		10,6	4,5	-0,8	3,0
Timeproduktivitet, private byerhverv		1,4	-0,5	2,3	1,5
Rente, 10-årig dansk statsobligation		0,0	1,1	1,5	1,1

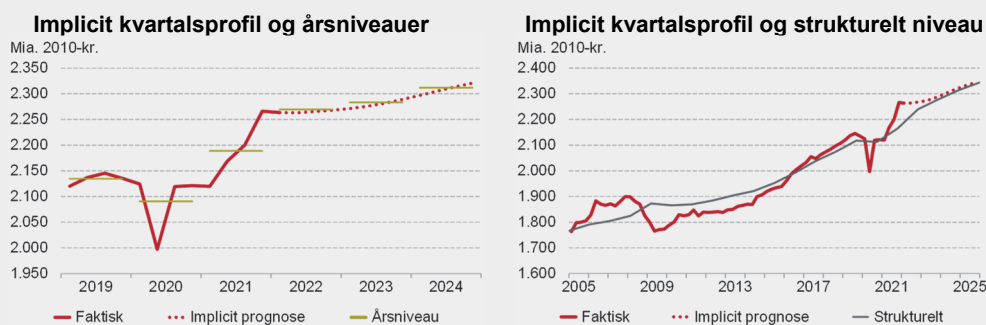
a) Den sidste søjle viser niveauet i 2030 for ledighed, beskæftigelsesgap og rente. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst fra 2023 til 2030.

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

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

FIGUR II.26 IMPLICIT KVARTALSPROFIL FOR BNP

Trods en forventning om stilstand i dansk økonomi gennem 2022 indebærer den høje vækst gennem 2021, at årsvæksten fra 2021 til 2022 bliver ca. 3½ pct., jf. venstre figur. Med en forventning om svag vækst i 2023, vil output gap omtrent blive lukket i løbet af næste år, jf. højre figur.



Anm.: Frem til fjerde kvartal 2021 viser den røde kurve nationalregnskabets seneste offentliggørelse af BNP pr. 29. april 2022 forlænget med BNP-indikatorens bud på væksten i første kvartal (-0,1 pct. k/k). Med prikket rød vises en implicit kvartalsprofil for BNP, som er i overensstemmelse med de forventede årsvækstrater. Årsniveauerne for BNP er vist i venstre figur med vandrette grønne linjer. Udviklingen i strukturelt BNP er vist i højre figur med grå kurve.

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

### Høj inflation og afdæmpet efterspørgsel

Den afdæmpede vækst i Danmark er bredt sammensat. Den afdæmpede vækst på de danske eksportmarkeder reducerer direkte eksportvæksten. Der ventes en inflation i år på ca. 5 pct. og en lønstigning på godt 3½ pct. Dette udhuler husholdningernes reale købekraft, hvilket dels svækker det private forbrug i år, dels leder til højere lønstigninger næste år. Udhuling af real købekraft og stigende renter vurderes at indebære en afdæmpning på boligmarkedet ovenpå hastigt stigende boligpriser under coronakrisen. Nedenfor beskrives udvalgte dele af prognosen nærmere. Prognosen er desuden dokumenteret i et baggrundsnotat, hvor der blandt andet sammenlignes med seneste prognose i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

### Betydelige, nedadrettede risici

Den økonomiske udvikling er forbundet med betydelig usikkerhed. Risiciene er fortrinsvist i nedadgående retning og er øget siden vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Risikofaktorerne for international økonomi er uddybet i afsnit II.2, men da de også har betydning for dansk økonomi, nævnes de kort her. For europæisk økonomi er risiciene primært knyttet til krigen i Ukraine, herunder risikoen for en afbrydelse af gassen fra Rusland til Europa. For international økonomi i



mere bred forstand er der fortsat betydelig risiko knyttet til afledte effekter af pandemien, herunder nedlukninger i Kina, der øger forsyningskædeforstyrrelserne. Hertil kommer de forventede rentestigninger fra såvel den europæiske som den amerikanske centralbank, der risikerer at svække efterspørgslen så meget, at økonomierne havner i en recession. Det store kapacitetspres i kombination med den høje inflation i såvel Danmark som USA risikerer desuden at øge lønmodtagernes lønkrav. Bliver den realiserede lønvækst højere samtidig med, at virksomhederne står overfor en længere periode med høje energi- og materialepriser, risikerer det at igangsætte en accelererende løn- og prisspiral. Det kan føre til en periode med stagflationslignende tilstande, hvor inflationen er høj og væksten lav.

### AFMATNING AF EKSPORT OG ERHVERVSINVESTERINGER

#### Lavere efterspørgsel fra udlandet

I forhold til vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* er den sammenvejede vækst på de primære danske eksportmarkeder nedjusteret med ca. 1½ pct.point i år til en vækst på ca. 3¼ pct. Dette indebærer en svag vækst gennem året. Nedjusteringen af væksten skyldes hovedsageligt udbruddet af krigen i Ukraine, jf. afsnit II.2. Dette giver alt andet lige et negativt bidrag til dansk eksport. Eksporten påvirkes desuden negativt af forsyningskædeforstyrrelserne, idet det øger virksomhedernes mangel på materialer og giver længere leveringstider. De seneste eksporttal, som dækker marts måned, peger på højt niveau for dansk eksport i starten af året – også når der renses for kraftigt stigende priser. På denne baggrund og i lyset af de fortsat høje erhvervsforventninger lægges det til grund, at eksporten udviser en svag vækst gennem året, hvilket giver en årsvækst på ca. 5¾ pct. fra 2021 til 2022. Udviklingen indebærer, at "Danmarks markedsandel" – forstået som samlet eksport i forhold til sammenvæjet BNP på de danske eksportmarkeder – fortsætter genopretningen fra sidste år, jf. figur II.27.

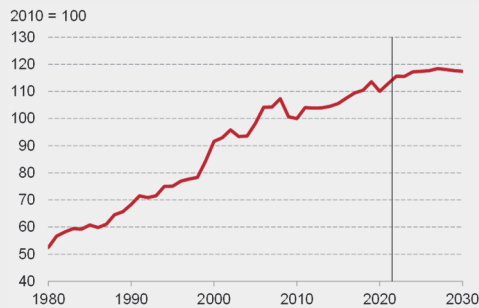
#### Afdæmpet investeringsvækst

Et højt investeringsniveau i erhvervslivet har det seneste år bidraget til det høje aktivitetsniveau i dansk økonomi. De mere afdæmpede vækstudsigter, herunder på de danske eksportmarkeder, samt øget usikkerhed ventes at dæmpe investeringslysten, så investeringsniveauet reduceres de kommende år. I 2022 forventes svag vækst igennem året i de samlede erhvervsinvesteringer, hvilket svarer til en årsvækst på ca. 3½ pct., efterfulgt af et fald på ca. 6 pct. i 2023. Forholdet mellem det reale kapitalapparat og arbejdskraft opgjort i timer (KL-forholdet) i de private byerhverv oversteg det trendmæssige forhold under coronakrisen, da beskæftigelsen var relativ lav, samtidig med at højt investeringsniveau øgede kapitalapparatet. Afdæmpede investeringer

de kommende år i kombination med en gradvis tilpasning af arbejdskraften til det skønnede strukturelle niveau indebærer, at KL-forholdet frem mod 2030 skønnes at bevæge sig omtrent på den trendmæssige bane, jf. figur II.28.

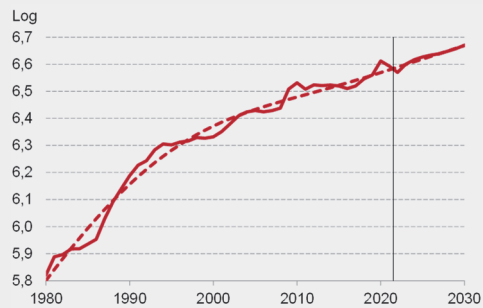
**FIGUR II.27 MARKEDSANDEL**

Eksporten stiger mere end sammenvejet vækst på danske eksportmarkeder.



**FIGUR II.28 KL-FORHOLD**

De kommende år ventes en mere afdæmpet udvikling i erhvervsinvesteringerne og et KL-forhold på den trendmæssige bane.



Anm.: Markedsandelen i venstre figur er samlet dansk eksport i forhold til sammenvejet BNP på de danske eksportmarkeder (opgjort realt). KL-forholdet i højre figur måles som det reale kapitalapparat i forhold til antal erlagte timer og er beregnet for de private byerhverv. Den stiplede kurve viser det trendmæssige KL-forhold.

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

**Potentiel acceleration i den grønne omstilling**

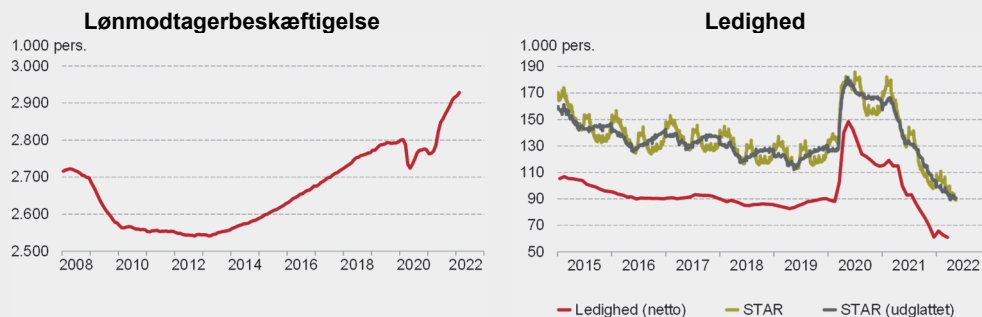
I tillæg til de umiddelbare effekter af krigen i Ukraine er der også en række potentielle effekter på længere sigt. De betydelige energiprisstigninger samt den genopblussede konflikt mellem Vesten og Rusland har ført til et øget fokus på forbruget af fossile brændsler, og det har givet anledning til politiske udmeldinger om uafhængighed af russisk olie og gas frem mod 2030. En omstilling af energiforsyningen vil øge energipriserne i en længere periode, hvilket kan accelerere omstillingen hos både forbrugere og virksomheder og øge investeringerne. Tendensen til grøn omstilling kan komme danske virksomheder, der er specialiserede i grøn energi, til gavn og derigennem understøtte produktion og eksport de kommende år.

**HØJ BESKÆFTIGELSE NORMALISERES GRADVIST****Markant  
beskæftigelses-  
fremgang i 2021, ...**

Beskæftigelsen er i løbet af 2021 steget i et hidtil uset tempo med 164.000 flere beskæftigede lønmodtagere på ét år fra februar 2021 til februar 2022, jf. figur II.29. En del af fremgangen skal ses i lyset af, at beskæftigelsen i begyndelsen af 2021 var påvirket af nedlukninger, men også målt i forhold til situationen inden pandemiens begyndelse er beskæftigelsen steget betragteligt. Lønmodtagerbeskæftigelsen var i februar 2022 næsten 130.000 personer højere end niveauet i begyndelsen af 2020. Den samlede beskæftigelse, som opgjort i nationalregnskabet, var 114.000 personer højere i fjerde kvartal 2021 end i fjerde kvartal 2019, og steg yderligere med 0,9 pct. (svarende til ca. 28.000 personer) i første kvartal ifølge Danmarks Statistiks beskæftigelsesindikator. Den markante stigning i beskæftigelsen i forhold til før corona undersøges nærmere i afsnit II.5.

**FIGUR II.29 BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED**

Beskæftigelsen er steget betydeligt gennem 2021, og ledigheden er på det laveste niveau i mere end ti år. Nyeste tal fra STAR peger på, at faldet i ledigheden tenderer at stoppe i begyndelsen af maj.



Anm.: Seneste observation er februar 2022 for lønmodtagerbeskæftigelsen, marts 2022 for den registerbaserede nettoledighed og d. 15. maj 2022 for STAR's dagsopgørelse af bruttoledigheden (egen sæsonkorrektur af sidstnævnte er vist med grå kurve).

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

**... faldende  
ledighed og  
betydelig udvidelse  
af arbejdsstyrken**

Ledigheden er over samme periode faldet til det laveste niveau i mere end ti år, og nyeste dagsobservationer for ledighedsudviklingen fra STAR peger på, at faldet i ledigheden er aftaget i maj måned, jf. figur II.29. Faldet i ledigheden har været noget mindre end stigningen i beskæftigelsen, og mere end tre fjerdedele af beskæftigelsesfremgangen i forhold til begyndelsen af 2020 er dermed sket via en udvidelse af

arbejdsstyrken. Udvidelsen af arbejdsstyrken kan tilskrives flere forhold, blandt andet en betydelig stigning i erhvervsfrekvensen for personer under 25 år og for ikke-vestlige efterkommere, jf. boks II.9.

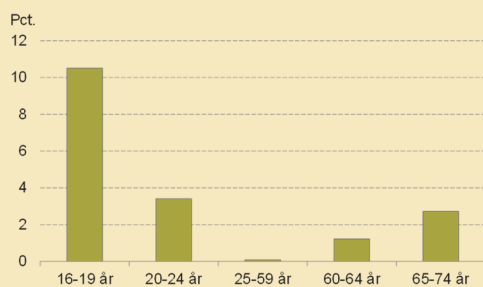
### BOKS II.9 ÆNDRING I ERHVERVSFREKVENSER FRA 2019 TIL 2021

En betydelig del af beskæftigelsesstigningen er som nævnt sket gennem en udvidelse af arbejdsstyrken. Udviklingen i erhvervsfrekvenser kan undersøges frem til september 2021 på baggrund af registerdata, jf. også afsnit II.5. Nedenfor sammenlignes med erhvervsfrekvenserne to år tidligere, dvs. i september 2019 før udbruddet af corona.

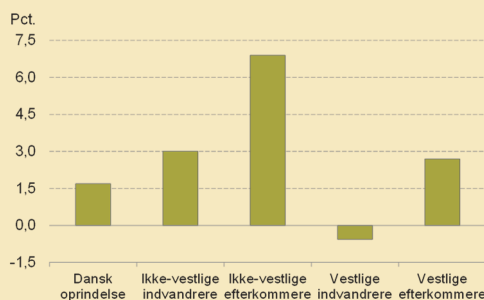
Erhvervsfrekvensen er steget 1,3 pct.point fra september 2019 til september 2021 fordelt på en stigning på 1,0 pct.point for mænd og 1,7 pct.point for kvinder.

Der er en betydelig forskel i, hvor meget erhvervsfrekvensen er steget på tværs af alders- og herkomstgrupper. Aldersgruppen 16-19 år har den største stigning på 10,5 pct.point, jf. figur A, og fordelt efter herkomst har ikke-vestlige efterkommere med en stigning på 6,9 pct.point haft den største stigning, jf. figur B. Selvom aldersgruppen 16-19 år har haft den største stigning i erhvervsfrekvensen bidrager denne gruppe relativt lidt til det samlede arbejdsudbud, da gruppen omfatter relativt få personer. Opgjort i antal har personer i aldersgruppen 25-59 år og personer med dansk oprindelse bidraget mest til stigningen i det samlede arbejdsudbud.

**FIGUR A ALDER**



**FIGUR B HERKOMST**



Anm.: Figuren viser ændringen i erhvervsfrekvensen fra september 2019 til september 2021. I opgørelsen indgår ikke selvstændige erhvervsdrivende, da der ikke er oplysninger på månedsbasis for denne gruppe.

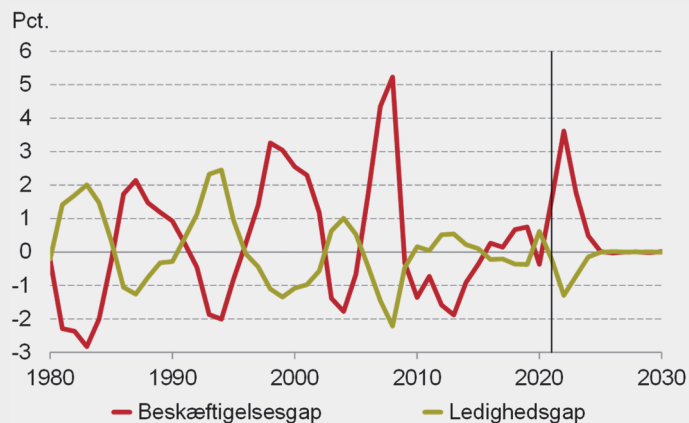
Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

**Stigning i  
beskæftigelsesgap  
kommer ca. 1/3 fra  
ledighedsgap**

Fra 2019 til 2022 udvides beskæftigelsesgap med knap 3 pct.point, hvoraf ca. en tredjedel kommer fra en udvidelse af ledighedsgap og ca. to tredjedele fra arbejdsstyrkegap. En ændring i beskæftigelsesgap er sædvanligvis sammensat af en ændring i ledighedsgap på ca.  $\frac{1}{4}$ - $\frac{1}{2}$  af ændringen i beskæftigelsesgap, mens resten stammer fra en ændring i arbejdsstyrkegap, jf. figur II.30.<sup>14</sup> Den nuværende store ændring i arbejdsstyrkegap er dermed i tråd med den historiske tendens.

**FIGUR II.30 BESKÆFTIGELSESGAP OG LEDIGHEDSGAP**

Beskæftigelsesgap skønnes at blive ca.  $3\frac{1}{2}$  pct. i år, mens ledighedsgap bliver ca.  $-1\frac{1}{4}$  pct. Størrelsen på ledighedsfaldet i år er i tråd med den historiske samvariation mellem beskæftigelses- og ledighedsgap.



Anm.: Beskæftigelsesgap er beskæftigelsen i personer opgjort i procent af den strukturelle beskæftigelse. Ledighedsgap er bidraget til output gap fra ledighed, og det er opgjort som ledighedsprocenten (nettoledighed i forhold til arbejdsstyrke) minus strukturel ledighedsprocent.

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

**Pres på  
arbejdsmarkedet**

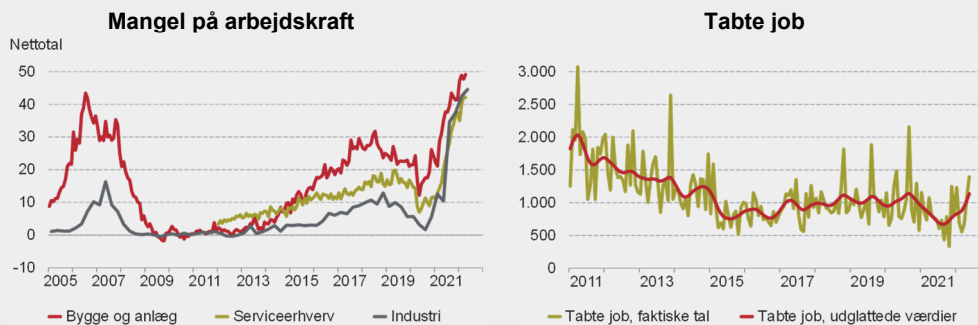
Det høje beskæftigelsesniveau afspejler, at der har været et betydeligt pres på arbejdsmarkedet, særligt i sidste halvdel af 2021 og i starten af 2022. Op mod halvdelen af virksomhederne melder om kapacitetsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft – og det gælder bredt henover brancher, jf. figur II.31. Antallet af jobannoncer ligger desuden på et historisk højt niveau, og en tredjedel af virksomhederne

14) I De Økonomiske Råds sekretariats makroøkonometriske model SMEC er det forudsat, at en ændring i beskæftigelsesgap som udgangspunkt giver sig udslag i, at halvdelen kommer i form af ændret ledighedsgap og resten fra ændring i arbejdsstyrkegap.

melder om rekrutteringsudfordringer. Der er tegn på, at presset ikke er tiltaget yderligere i begyndelsen af 2022; eksempelvis har der været et lille fald i antallet af jobannoncer i marts, og antallet af tabte job er steget til et mere almindeligt niveau de seneste måneder. Krigen i Ukraine, den betydelige usikkerhed samt den høje inflation vil forventeligt dæmpe presset på arbejdsmarkedet yderligere, men fra et højt niveau.

**FIGUR II.31 ARBEJDSMARKEDSINDIKATORER**

Andelen af virksomheder, der melder om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft, er steget markant det seneste år og ligger på et højt niveau. Samtidig er antallet af tabte job som følge af konkurser dog steget og er omtrent på niveau med årene før pandemien.



Anm.: Venstre figur viser virksomhedernes svar på, hvorvidt deres produktion er begrænset af arbejdskraftmangel. Nettotal udtrykker forskellen imellem procentandelene af virksomheder, vægtet efter beskæftigelse, der har angivet hhv. positiv og negativ udvikling. Egen sæsonkorrektion. Seneste observation er 2. kvartal 2022 for industri og april 2022 for byggeri og service. Højre figur viser jobtabet (opgjort i fuldtidsjob) i konkursramte virksomheder. Seneste observation er april 2022.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og NYT nr. 157.

**Coronarelateret beskæftigelse frigives gradvist**

En del af kapacitetsudfordringerne på arbejdsmarkedet kan i løbet af 2022 blive afhjulpet af, at den coronarelaterede beskæftigelse gradvist bliver frigivet. Nationalbanken har på baggrund af en spørgeskemaundersøgelse skønnet, at test- og vaccinationsindsatsen har beskæftiget knap 25.000 personer, jf. Danmarks Nationalbank (2022a). Hertil kommer, at der i særligt 2020, men også i 2021 og de første måneder af 2022 har været ekstraordinært mange personer på sygedagpenge som følge af covid-19-smitte.<sup>15</sup>

15) Ifølge tal fra Jobindsats var der i februar og marts 2022 133.000 henholdsvis 123.000 fuldtidspersoner på sygedagpenge. Det er det højeste antal i den periode, statistikken dækker over (2004-22). I marts 2022 er antallet omtrent tilbage på det gennemsnitlige niveau på ca. 78.000 fuldtidspersoner.

**Stor tilgang af ukrainske flygtninge**  
...

Arbejdsstyrken løftes i år potentielt også af en stor tilgang af ukrainske flygtninge. I midten af maj havde godt 25.000 personer søgt om midlertidig opholdstilladelse efter særloven om personer fordrevet fra Ukraine. Regeringen forventer, at Danmark vil modtage op mod 100.000 flygtninge fra Ukraine. Der er indgået en række politiske aftaler, som giver ukrainerne hurtigere adgang til det danske arbejdsmarked end andre flygtninge.

**... med usikker beskæftigelseseffekt**

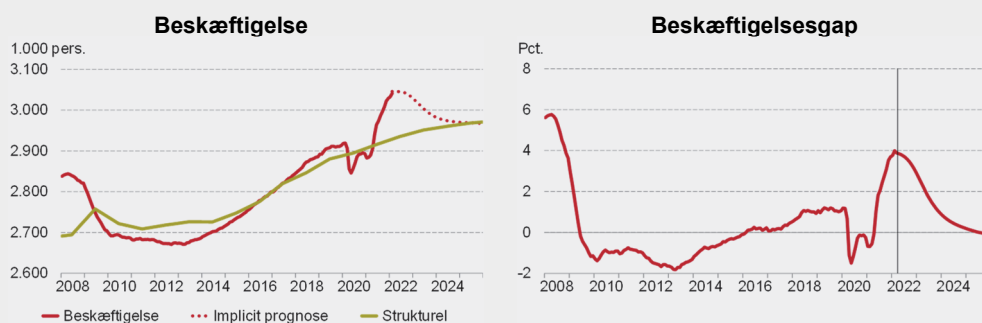
I januar 2022 var der ca. 8.000 beskæftigede ukrainske statsborgere med bopæl i Danmark, hvoraf mere end halvdelen havde erhverv som opholdsgrundlag. De beskæftigede ukrainere var fortrinsvist mænd i alderen 25-39 år, hovedsageligt ansat i landbruget. De ukrainere, der kommer til Danmark i år, adskiller sig væsentligt fra denne gruppe. Først og fremmest ankommer de ikke med beskæftigelse for øje, men som følge af krigen. Herudover er flygtningene primært kvinder og børn. Mødrenes beskæftigelsesmuligheder afhænger af pasnings- og skoletilbud. Hertil kommer sproglige udfordringer samt forventninger til krigens varighed. Mange vil forvente at kunne vende hjem i løbet af relativt kort tid, hvilket må ventes at svække incitamentet til at etablere sig på det danske arbejdsmarked. En del af de ukrainske flygtninge vil dog formentlig finde beskæftigelse i Danmark, men meget taler for, at beskæftigelseseffekten vil være beskeden. Baseret på erfaringerne med flygtninge fra tidligere sovjetstater peger Rockwool Fonden (2022) eksempelvis på, at beskæftigelseseffekterne de første år kan være beskedne. På baggrund heraf skønnes der at være relativt få ekstra ukrainere i beskæftigelse i 2022 som gennemsnitsbetragtning for året.

**Udsigt til fortsat pres på arbejdsmarkedet**

Den samlede beskæftigelse skønnes at falde svagt gennem 2022, hvorfor der fortsat vil være et betydeligt pres på arbejdsmarkedet. Som følge af beskæftigelsesstigningen igennem 2021 vil det betyde, at beskæftigelsen vil være ca. 80.000 personer højere i gennemsnit i 2022 i forhold til 2021. I de kommende år ventes en mere afdæmpet efterspørgsel, og i kombination med en skønnet stigning i den strukturelle beskæftigelse på ca. 60.000 personer fra 2022 til 2030 indsnævres beskæftigelsesgap dermed gradvist fra ca. 3½ pct. i år til nul omkring 2025, jf. figur II.32.

**FIGUR II.32 HØJT NIVEAU FOR BESKÆFTIGELSEN NORMALISERES GRADVIST**

I februar var beskæftigelsesgap ca. 3¼ pct. Der er udsigt til faldende beskæftigelse de kommende år som følge af afdæmpet efterspørgsel. Beskæftigelsesgap ventes at være ca. 3½ pct. som gennemsnit for året i 2022 og ca. 1¾ pct. i 2023. Beskæftigelsen forventes at forblive højere end det strukturelle niveau også ind i 2024.



Anm.: Venstre figur viser den månedlige lønmodtagerbeskæftigelse opregnet til nationalregnskabs årsniveau for beskæftigelsen. Seneste observation er februar 2022. Derefter er vist en implicit månedsudvikling, som er i overensstemmelse med beskæftigelseseskønnene på årsniveau.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

## TILTAGENDE LØNSTIGNINGER

### Høj inflation og lav ledighed øger lønstigninger

Energipriserne forudsættes at toppe hen imod sommeren, men forblive på et relativt højt niveau så længe verdensøkonomien er præget af krigen i Ukraine, jf. afsnit II.3. For Danmark ventes en inflation på knap 5 pct. i år aftagende til ca. 2½ pct. næste år. En årsinflation over 3 pct. er ikke set i Danmark siden slutningen af 1980'erne. Den høje inflation og meget lave ledighed presser lønstigningerne op. Dog er lønstigningerne typisk lidt forsinkede i forhold til både prisstigninger og ledighedsfald, og derfor ventes lønstigninger på godt 3½ pct. i år tiltagende til godt 4½ pct. næste år. I år vil udviklingen i priser og lønninger dermed indebære et reallønsfald, hvilket kun er sket få år siden 1950, jf. figur II.33.

### Midlertidigt fald i lønkvoten i år

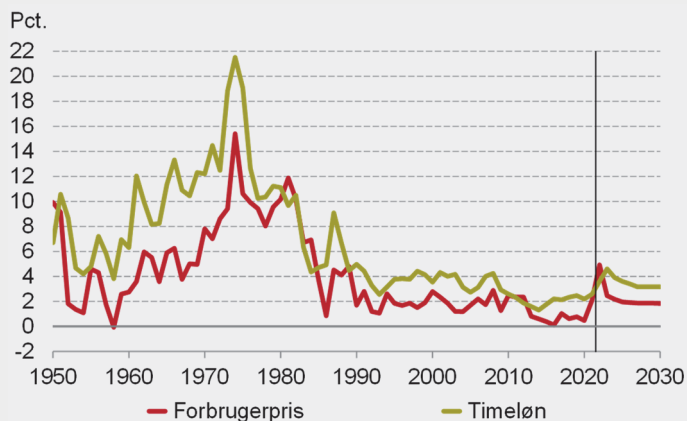
Set over en længere periode vil (produkt-)reallønnen generelt stige i takt med produktiviteten. De midlertidigt højere løn- og prisstigninger vil dermed løfte løn- og prisniveauet parallelt, sådan at reallønnen på sigt er bestemt af produktiviteten. Sidste år var lønkvoten høj, hvilket skal ses i lyset af det høje pres på arbejdsmarkedet. Den uventede



høje inflation indebærer et midlertidigt fald i lønknoten i år, som redresseres næste år i form af højere lønstigninger. De kommende års forventede løn- og prisudvikling vil bringe lønknoten ned. På mellemlang sigt forudsættes en inflation på ca. 1¼ pct. og en timeproduktivitetsvækst i de private byerhverv på knap 1½ pct. samt en lønvækst på knap 3¼ pct. årligt. Dette er i overensstemmelse med en antagelse om en konstant lønkvote på mellemlang sigt.

**FIGUR II.33 PRIS- OG LØNSTIGNINGER**

Inflationen er høj i år, hvilket ventes at give et reallønsfald, mens tiltagende lønstigninger næste år vil sikre en reallønsfremgang. For de to år set under ét er der tale om en beskedent reallønsfremgang.



Anm.: I figuren er forbrugerprisen nationalregnskabs deflator for det private forbrug, og timelønnen er timelønsomkostningerne i industrien.

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

## HUSHOLDNINGERNES KØBEKRAFT UDHULES

**Realindkomsten  
skønnes at falde  
ca. 2½ pct. i år**

Udviklingen i husholdningernes reale indkomst påvirkes af flere faktorer i 2022. På den ene side betyder faldet i reallønnen i år, at købekraften blandt de beskæftigede udhules. Personer på overførselsindkomst vil også opleve et fald i den reale indkomst, da indkomstoverførslerne som følge af satsreguleringen følger lønstigningerne med to års forsinkelse, jf. også afsnit II.3. Stigningen i overførselsindkomsterne i år vil derfor ikke være tilstrækkelig til at kompensere for prisstigningerne.

Sammenlignet med 2021 påvirkes indkomsterne også negativt af bortfaldet af den ekstraordinære udbetaling af feriepengene. På den anden side trækker den kraftige beskæftigelsesfremgang op i de samlede indkomster, ligesom udbetalingen af en varmecheck til udvalgte husholdninger også vil virke understøttende for forbruget. Det skønnes samlet set, at husholdningernes reale indkomst falder omkring 2½ pct. i 2022 sammenlignet med 2021. Et fald i realindkomsten trækker isoleret set i retning af et lavere privat forbrug.

**Usikkerhed kan  
reducere forbruget  
yderligere**

Udover den negative forbrugseffekt gennem lavere realindkomster kan øget usikkerhed lægge en dæmper på husholdningernes forbrugslyst. Øget usikkerhed kan være en del af forklaringen på, at forbrugertilliden er faldet markant siden Ruslands invasion af Ukraine til det laveste niveau siden under finanskrisen i 2008. Historisk ses en lav forbrugertillid ofte samtidig med, at det private forbrug er lavere, end realindkomst og formue kan forklare. Indtil videre peger Danske Banks forbrugsindikator dog på, at forbruget ikke (heller ikke i reale termer) er faldet i nær det omfang, som forbrugertilliden kunne indikere, jf. figur II.34.

**Højere priser  
påvirker  
husholdningerne  
forskelligt**

De stigende forbrugerpriser, der især er set på energi, påvirker ikke alle husholdninger ens, eftersom der er forskelle i sammensætningen af forbruget. Da husholdningerne også har forskellige forbrugstilbøjeligheder, jf. eksempelvis Kuchler og Jørgensen (2017), kan det have betydning for gennemslaget på det samlede private forbrug, hvordan prisstigningerne er fordelt i befolkningen. Danmarks Statistiks husstandsopdelte forbrugerprisindeks viser, at priserne er steget lidt mindre det seneste år for arbejdsløse, uddannelsessøgende og for den laveste indkomstgruppe sammenlignet med andre grupper, jf. boks II.10. Da forbrugerpriserne især er steget for naturgas, hænger dette sammen med, at husstande med lavere indkomster i mindre grad har naturgas som opvarmningsform, jf. Danmarks Statistik (2022d).

**Høje energipriser  
rammer især  
husstande med  
gasfyr**

Opvarmningsform i boligen har i den aktuelle situation betydning for, hvor store prisstigninger husholdningerne har oplevet. Godt 400.000 boliger opvarmes i Danmark med naturgas, hvilket svarer til hver syvende bolig, jf. Danmarks Statistik (2022a). Disse boliger er især koncentreret i Nord- og Østsjælland. Ifølge Danmarks Nationalbank (2022d) har husholdninger, der anvender naturgas, samlet set højere indkomster, lidt større likvide formuer og anvender en lidt lavere andel af deres indkomst på forbrug end øvrige grupper. Disse husholdninger har derfor alt andet lige også bedre mulighed for at øge forbrugsudgifterne, når priserne stiger, da de i større omfang kan trække på likvid formue. Da forbrugerpriserne samlet set er steget mere for husholdninger med højere indkomster, taler dette for, at den negative effekt på

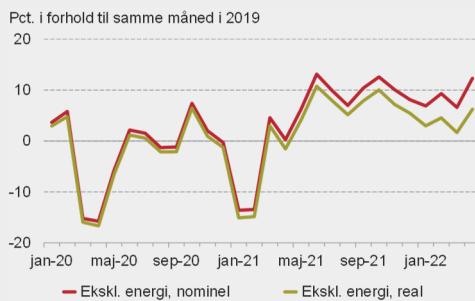
det reale forbrug af de højere forbrugerpriser kan blive mindre, end hvis prisstigningerne havde ramt mere gennemsnitligt i befolkningen.

**Højere formuer kan virke som stødpude for forbruget i en periode**

Et andet forhold, der trækker i retning af en mindre negativ forbrugseffekt, er den formuestigning, som husholdningerne har oplevet igennem 2021, jf. Danmarks Statistik (2022b). Stigningen i formuerne i 2021 afspejler blandt andet de store prisstigninger på boligmarkedet, som har øget boligejernes friværdier. Dertil kommer, at en del af de udbetalte feriepenge kan være sparet op i stedet for at være gået til forbrug. Husholdningerne kan, i hvert fald for en periode, vælge at benytte de højere opsparinger som en stødpude for forbruget, hvilket vil mindske det negative gennemslag fra faldet i købekraften. Vælger husholdningerne at trække på formuerne, vil det medføre en højere forbrugskvote for en periode, da forbruget i nominelle termer i så fald vil udgøre en større andel af den disponible indkomst.

**FIGUR II.34 DANKORTFORBRUG**

Danske Banks forbrugsindikator peger på omtrent samme forbrugsniveau i starten af 2022 som i slutningen af 2021 – og svagt fald, hvis der renses for prisstigninger.



**FIGUR II.35 FORBRUGSKVOTE**

Forbrugskvoten øges i år, når den kortsigtede indkomst lægges til grund. Dermed fortsættes den underliggende stigning, der er set i perioden efter finanskrisen.



Anm.: Kortomsætningen i venstre figur viser forbruget foretaget med kort og MobilePay af ca. 1 mio. danske Danske Bank-kunder. Forbruget er opgjort ekskl. energi, hvilket i data primært dækker over benzinforbrug. Den nominelle serie er ikke korrigeret for prisudviklingen, mens den reale serie viser den nominelle serie deflateret med forbrugerprisindekset ekskl. energi. Seneste observation er april 2022. Forbrugskvoten i højre figur 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 af udbetaling af indefrosne feriepenge i 2020-21 samt tilbagebetaling af ejendomsskat i 2022-23).

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

### Stilstand i forbruget gennem året

Der er samlet set mange faktorer, som kan tænkes at påvirke det private forbrug de kommende par år, og flere af dem trækker i retning af en afdæmpet forbrugsudvikling. Det skønnes på denne baggrund, at det reale forbrug forbliver omtrent uændret gennem 2022. Givet det høje udgangspunkt ved udgangen af 2021 vil forbrugsniveauet for 2022 som årsgennemsnit dog stadig være ca. 2 pct. højere end i 2021. Dette indebærer, at forbrugskvoten øges i år, jf. figur II.35.

## BOKS II.10 FORDELING AF STIGENDE FORBRUGERPRISER I BEFOLKNINGEN

Stigende priser på udvalgte forbrugsgoder rammer som udgangspunkt ikke alle husholdninger ens, da sammensætningen af forbruget varierer på tværs af husholdninger. De aktuelt høje prisstigninger på især naturgas vil eksempelvis i højere grad ramme husholdninger med gasfyr, mens husholdninger med f.eks. fjernvarme omvendt vil opleve en mindre stigning i forbrugsudgifterne, alt andet lige. Det husstandsopdelte forbrugerprisindeks fra Danmarks Statistik kan anvendes til at illustrere, hvordan forbrugsudgifterne har udviklet sig på tværs af befolkningsgrupper det seneste år (fra april 2021 til april 2022), jf. figurene nedenfor.

Opdeles husholdningerne efter socioøkonomisk status, oplevede størstedelen af grupperne i april en årlig stigning i forbrugerpriserne på mellem 6,5 og 7 pct., jf. figur A. Uddannelsessøgende og arbejdsløse oplevede dog en mindre prisstigning end de øvrige grupper på omkring 5 pct. En væsentlig årsag til dette er, at energipriserne er steget mindre for disse grupper, hvilket afspejler, at husstande med lavere indkomster i mindre grad har naturgas som opvarmningsform, jf. Danmarks Statistik (2022d).

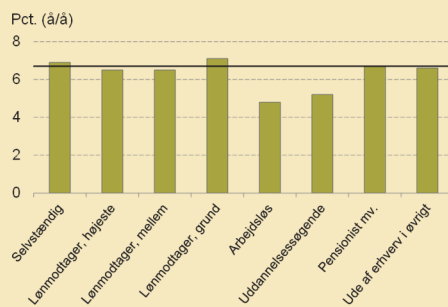
Opdeles husholdningerne efter indkomst, ses en tendens til, at husstande med de laveste indkomster har oplevet en mindre stigning i forbrugerpriserne, jf. figur B. Den laveste indkomstgruppe oplevede i april eksempelvis den mindste prisstigning på 5,9 pct., mens den midterste indkomstgruppe oplevede den største stigning på 6,9 pct. Generelt er der dog tale om mindre forskelle mellem indkomstgrupperne end mellem de socioøkonomiske grupper.

Selvom energiudgifter til boligen typisk udgør en større andel af forbruget for grupper med lavere indkomster (såsom arbejdsløse), illustrerer disse forskelle i prisudviklingen, at det i den aktuelle situation er mere afgørende, hvilken opvarmningsform der anvendes i husstanden.

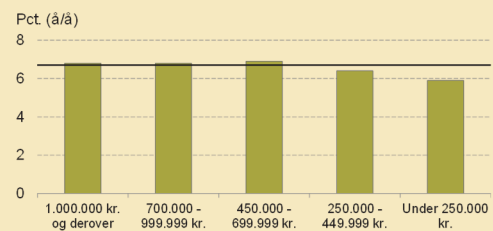
Husholdninger med en højere indkomst har generelt bedre mulighed for at betale de højere priser uden at skulle reducere forbruget i reale termer. Husholdninger med lave indkomster anvender omvendt typisk en større andel af indkomsten på forbrug og har derfor mindre plads til at øge forbrugsudgifterne, når priser stiger. Når prisstigningerne i større omfang har ramt husholdninger med flere midler, taler dette for, at den negative effekt på det reale forbrug af de stigende priser kan blive mindre, end hvis prisstigningerne havde ramt mere gennemsnitligt mellem husholdningerne.

## BOKS II.10 FORDELING AF STIGENDE FORBRUGERPRISER I BEFOLKNINGEN, FORTSAT

### FIGUR A ARBEJDSMARKED



### FIGUR B INDKOMST



Anm.: Figurene viser den procentvise ændring i det husstandsopdelte forbrugerprisindeks fra Danmarks Statistik fra april 2021 til april 2022. Det husstandsopdelte forbrugerprisindeks illustrerer den gennemsnitlige prisudvikling indenfor hver gruppe. Den vandrette streg markerer den årlige procentvise stigning i det samlede forbrugerprisindeks i april 2022, som var 6,7 pct.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

## RENTESTIGNINGER PRESSER BOLIGPRISER NED

### Lavere aktivitet på boligmarkedet

Boligmarkedet har det seneste år udviklet sig i et mere afdæmpet tempo sammenlignet med det første år af covid-19-pandemien. Normaliseringen af boligmarkedet kommer til udtryk i et betragteligt fald i handelsaktiviteten igennem 2021 og en mere afdæmpet udvikling i boligpriserne. Samtidig er liggetiderne på boliger til salg og prisnedslagene steget, og der er tegn på, at de seneste par års fald i udbuddet af boliger til salg er ophørt. De mere rolige tilstande på boligmarkedet skal blandt andet ses i lyset af stigende boligrenter, ligesom midlertidige coronarelaterede forhold gradvist har mistet deres betydning, jf. f.eks. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Handelsaktiviteten for huse i hele landet ligger dog fortsat på et højere niveau end ved indgangen til coronakrisen, og både liggetider og udbud befinder sig fortsat på et lavt niveau i et historisk perspektiv. Dette indikerer, at der stadig er pres på boligmarkedet.

### Boligbyrde stabiliseret, men rentestigninger trækker op

De høje boligprisstigninger det første år af pandemien betød, at boligbyrden – dvs. andelen af indkomsten der går til boligudgifter – steg, især for ejerlejligheder i København. Udviklingen i boligbyrden for fjerde kvartal 2021 indikerer, at boligbyrden nu har indfundet sig på et

mere stabilt leje som følge den mere rolige udvikling i boligpriserne, jf. figur II.36. Rentestigningerne er dog taget til i de første måneder af 2022, jf. figur II.37, og sammen med fortsatte – omend afdæmpede – prisstigninger trækker dette isoleret set i retning af en højere boligbyrde i første kvartal af 2022.

**FIGUR II.36 BOLIGBYRDE**

Boligbyrden er fortsat høj for lejligheder i København.



**FIGUR II.37 REALKREDITRENTER**

Renterne på boliglån er steget kraftigt de seneste måneder.



Anm.: Boligbyrden er vist for et realkreditlån med fast rente og afdrag. Boligbyrden er beregnet til og med 1. kvartal 2022, jf. baggrundsnotat. Seneste observation for realkreditrenter er april 2022. De viste renter er den effektive rentesats på nyudstedte lån. Renten dækker derfor over både kuponrenten og kursstab (kursgevinst) ved udstedelsen af den bagvedliggende obligation.

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

**Forskydning over mod variabel rente udgør risiko**

Siden udgangen af 2021 er renterne især steget på fastforrentede lån; mens den effektive 30-årige realkreditrente steg 1 pct.point fra december 2021 til april 2022, steg den variable rente 0,7 pct.point. I de seneste måneder har dette givet anledning til en forskydning i nettonyudlånet over mod variabelt forrentede lån, jf. Danmarks Nationalbank (2022b). Dette er et brud med en længerevarende tendens, da den lave faste rente i en længere årrække har gjort det attraktivt at optage fastforrentede lån med sikkerhed mod en rentestigning. Variabelt forrentede lån indebærer en højere risiko, både for den enkelte boligejer og for samfundsøkonomien som helhed, da der er en risiko for, at renten kan stige i fremtiden. En rentestigning kan eksempelvis medføre et fald i det private forbrug og derigennem påvirke den makroøkonomiske stabilitet, jf. også kapitel III.

**Modsatrettede effekter på boligpriserne**

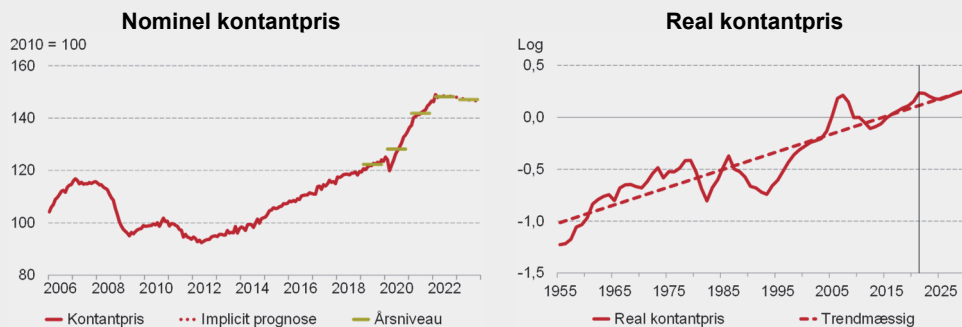
Udviklingen i boligpriserne påvirkes de kommende år af flere modsatrettede forhold. På den ene side er realkreditrenterne allerede steget, og der forventes yderligere rentestigninger særligt igennem 2022. Konkret skønnes den effektive 30-årige realkreditrente at stige ca.  $\frac{1}{2}$  pct.point mere til godt 3 pct. frem mod slutningen af 2022. Den negative effekt af højere renter på boligpriserne vil alt andet lige være større i de områder, hvor boligpriserne og dermed boligbyrden er steget mest de seneste år, da der er grænser for, hvor stor en andel boligudgifterne kan udgøre af indkomsten. På den korte bane kan det heller ikke afvises, at højere usikkerhed om de privatøkonomiske forhold som følge af krigen i Ukraine kan dæmpe både udbuddet og efterspørgslen efter boliger. På den anden side er der udsigt til et fortsat højt beskæftigelsesniveau de kommende år, og sammen med det fortsat lave udbud og de korte liggetider understøtter dette boligpriserne. Den nye boligskattereform, som træder i kraft i 2024, ventes primært at få en negativ effekt på ejerlejlighedspriserne, som dog udlignes af en positiv effekt på huspriserne, jf. f.eks. Lange (2019) og Danmarks Nationalbank (2019a). Der kan derfor potentielt opstå en positiv prisseffekt på kort sigt som følge af, at nogle boligkøbere vælger at fremrykke boligkøbet for at undgå skattestigningen.

**Udsigt til faldende boligpriser**

Samlet set forventes stigende boligrenter gradvist at lægge et større nedadrettet pres på boligpriserne gennem året. Dette afspejler både den forventede yderligere rentestigning samt, at højere renter typisk først slår fuldt ud igennem på boligpriserne med en vis forsinkelse. Det kan ikke afvises, at der i løbet af 2022 vil opstå egentlige prisfald på dele af boligmarkedet, særligt i de områder, hvor boligprisstigningerne har været størst, og blandt de boligtyper, hvor energiudgifterne er steget mest, jf. Danmarks Nationalbank (2022c). Samlet set lægges det til grund, at boligpriserne vil udvise et svagt fald hen mod slutningen af 2022, som fortsætter ind i 2023. Dette indebærer, at boligpriserne for året som gennemsnit vil stige ca.  $4\frac{1}{2}$  pct. i 2022 og falde ca.  $\frac{3}{4}$  pct. i 2023. Den reale kontantpris vil med denne udvikling fortsat befinde sig godt 10 pct. over den langsigtede trend i 2022 og godt 5 pct. over i 2023, jf. figur II.38.

FIGUR II.38 BOLIGPRISER

Siden foråret 2021 er prisstigningstakten på boliger aftaget. I resten af 2022 og 2023 ventes svagt faldende boligpriser, hvilket vil medføre et fald i den reale kontantpris.



Anm.: Den *nomielle kontantpris* er frem til november 2021 baseret på Danmarks Statistiks prisindeks. Serien er forlænget med de månedlige vækstrater fra Boligsidens prisindeks til og med marts 2022, og derefter vises den implicite månedsudvikling som er i overensstemmelse med årsudviklingen i kontantprisen. Danmarks Statistiks observationer fra december 2021 og januar 2022 medtages ikke, da disse forventes at blive revideret. Årsniveauerne for 2021-23 er markeret med vandrette, grønne linjer. 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 og ADAM's databank, Boligsiden og egne beregninger.

## II.5 MARKANT STIGNING I BESKÆFTIGELSEN SIDEN 2019

### Beskæftigelsesgap er udvidet markant fra 2019 til 2021

Dansk økonomi var i begyndende højkonjunktur med en beskæftigelse ca.  $\frac{3}{4}$  pct. over strukturelt niveau, inden coronakrisen ramte i begyndelsen af 2020. Ved indgangen til 2022 var beskæftigelsen endnu højere, og i februar i år skønnes beskæftigelsen at ligge ca.  $\frac{3}{4}$  pct. over det skønnede strukturelle niveau, jf. afsnit II.4. Ledigheden er i samme periode faldet til det laveste niveau i mere end ti år. Ledighedsfaldet har været noget mindre end stigningen i beskæftigelsen, og mere end trefjerdedele af beskæftigelsesfremgangen er derfor sket via en udvidelse af arbejdsstyrken. I dette afsnit ses nærmere på, hvilke grupper på arbejdsmarkedet der har drevet det markante beskæftigelsesopsving. Indledningsvist belyses udviklingen fordelt på brancher, hvorefter fremgangen fordelt på herkomst og aldersgrupper præsenteres.



### Fokus på stigning fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021

Fokus i afsnittet er på stigningen i lønmodtagerbeskæftigelsen sammenholdt med niveauet umiddelbart inden, coronakrisen brød ud. De fleste beskrivelser i afsnittet fokuserer derfor på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Til mere detaljerede opdelinger af beskæftigelsesudviklingen ses på perioden september 2019 til september 2021, hvor der foreligger registerdata for lønmodtagere.

### Markant beskæftigelsesfremgang siden 2019

Lønmodtagerbeskæftigelsen er samlet steget 112.500 personer fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021, jf. figur II.39. Den samlede stigning dækker over et beskæftigelsesfald i begyndelsen af pandemien, men en markant stigning igennem 2021. Beskæftigelsesfremgangen omregnet til fuldtidspersoner har været af omtrent samme størrelsesorden som fremgangen opgjort i faktiske personer, da den gennemsnitlige arbejdstid i 4. kvartal 2021 var på omtrent samme niveau som forud for pandemien.

**FIGUR II.39 LØNMODTAGERE**

Lønmodtagerbeskæftigelsen er steget markant siden 2019.



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

## STOR BESKÆFTIGELSESFREM GANG INDENFOR SUNDHED

### Beskæftigelsesfremgang i både privat og offentlig sektor

Beskæftigelsesfremgangen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 er sket i såvel den private som den offentlige sektor. I private virksomheder og organisationer er 83.200 flere personer kommet i beskæftigelse, mens fremgangen i den offentlige sektor står for de resterende 29.300 personer. Udviklingen er i overensstemmelse med tidligere erfaringer, der

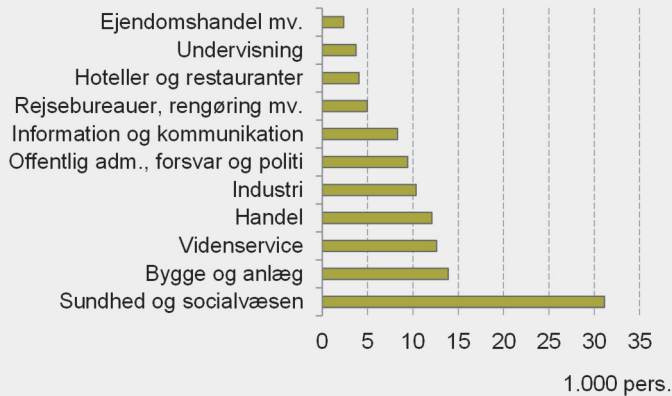
viser, at den offentlige beskæftigelse ofte stiger i forbindelse med en konjunkturfremgang. Stigningen de seneste to år har imidlertid været mere markant end i andre opsving, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2019*.

**Markant fremgang  
i Sundhed og  
socialvæsen**

Fordelt på brancher er langt den største beskæftigelsesfremgang over perioden sket indenfor *Sundhed og socialvæsen*. Denne branche står for mere end en fjerdedel af den samlede beskæftigelsesfremgang, jf. figur II.40, hvilket skal ses i sammenhæng med den betydelige test- og vaccinekapacitet under pandemien. Produktionen i denne branche sker sædvanligvis primært i den offentlige sektor, men de seneste to år kan en betydelig del af fremgangen indenfor branchen også tilskrives beskæftigelse i den private sektor, jf. boks II.11. Det skal ses i lyset af, at en del af den betydelige testindsats under pandemien har været udliciteret til private aktører. Danmarks Nationalbank (2022a) vurderer, at godt 80 pct. af stigningen i beskæftigelsen indenfor *Sundhed og socialvæsen* over perioden kan tilskrives coronarelateret beskæftigelse. Den næststørste fremgang over perioden er sket indenfor *Bygge og anlæg*, som traditionelt er en konjunkturfølsom branche.

**FIGUR II.40 BESKÆFTIGELSESSTIGNING FORDELT PÅ BRANCHER**

I løbet af de seneste to år er beskæftigelsen steget mest indenfor branchen *Sundhed og socialvæsen*.



Anm.: Figuren viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Figuren viser udvalgte brancher med en beskæftigelsesfremgang på mere end 2.000 personer. De øvrige brancher bidrager samlet negativt med ca. 300 personer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**BOKS II.11 UDVALGTE BRANCHER FORDELT PÅ SEKTORER**

En betydelig del af beskæftigelsesfremgangen de seneste to år er sket i brancherne *Offentlig administration, forsvar og politi* samt *Sundhed og socialvæsen*. Produktionen i disse brancher foregår primært i den offentlige sektor, men der kan også være produktion i den private sektor. Et eksempel er tandlæger, som er private erhvervsdrivende med en produktion i branchen *Sundhed og socialvæsen*. I denne boks vises, hvordan beskæftigelsesfremgangen i de to brancher de seneste to år er fordelt på offentlig henholdsvis privat beskæftigelse.

I branchen *Offentlig administration, forsvar og politi* er beskæftigelsesfremgangen fra september 2019 til september 2021 fordelt med 80,4 pct. i staten, 19,4 pct. i kommunerne og 6,8 pct. i regionerne, jf. tabel A. Branchens beskæftigelse i den private sektor er derimod faldet.

I branchen *Sundhed og socialvæsen* er stigningen i beskæftigelsen fordelt ligeligt mellem regionerne (33,8 pct.), kommunerne (36,5 pct.) og private virksomheder (27,7 pct.). Den relativt store stigning indenfor private virksomheder afspejler oprettelsen af den store testkapacitet under pandemien, som i stort omfang var udliciteret til private virksomheder.

**TABEL A BESKÆFTIGELSESTIGNING I UDVALGTE BRANCHER FORDELT PÅ SEKTORER**

	Offentlig administration forsvar og politi	Sundhed og socialvæsen
	----- Pct. -----	
<i>Offentlig sektor</i>		
Stat	80,4	•
Regioner	6,8	33,8
Kommuner	19,4	36,5
Sociale kasser og fonde	-1,0	•
<i>Privat sektor</i>		
Offentlige virksomheder	-0,2	•
Private virksomheder	-5,5	27,7
Private non-profit organisationer	•	2,0
	----- Pers. -----	
I alt	9.340	27.011

Anm.: Tabellen viser de procentvise ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021. Tallene i tabellen afviger lidt fra figur II.40. Det skyldes, at beregningerne i denne boks trækker på registerdata, hvor det er muligt at opdele på branche og sektor samtidigt.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

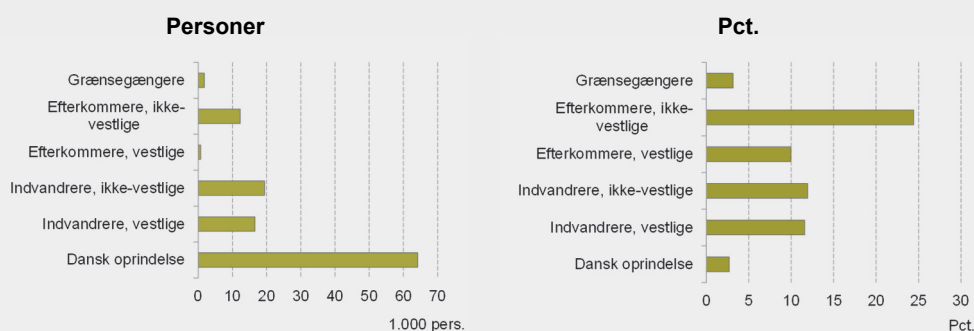
## RELATIVT STOR FREMGANG BLANDT INDVANDRERE

### Størst fremgang for personer med dansk oprindelse, ...

Det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen over perioden 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 stammer fra personer med dansk oprindelse, jf. figur II.41. Denne gruppe står for 56 pct. af beskæftigelsesstigningen. Indvandrere bidrager med 31,3 pct., mens efterkommere står for 11,3 pct. Personer med dansk oprindelse udgjorde i slutningen af 2019 85 pct. af den samlede lønmodtagerbeskæftigelse, og det er på den baggrund ikke overraskende, at det største bidrag til beskæftigelsesstigningen kommer fra denne gruppe.

**FIGUR II.41 BESKÆFTIGELSESSTIGNING FORDELT PÅ HERKOMST**

Beskæftigelsesfremgangen er særligt sket blandt personer med dansk herkomst og indvandrere.



Anm.: Figurene viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

### ... men stor relativ fremgang blandt indvandrere og efterkommere

Beskæftigelsesstigningen opgjort i antal personer blandt indvandrere og efterkommere er imidlertid bemærkelsesværdig, da disse grupper i udgangspunktet udgør en mere begrænset del af den samlede beskæftigelse. Den relative stigning er størst blandt ikke-vestlige efterkommere, hvor beskæftigelsen er steget knap 25 pct. Til sammenligning er beskæftigelsen blandt personer med dansk oprindelse steget 3 pct., jf. figur II.41.

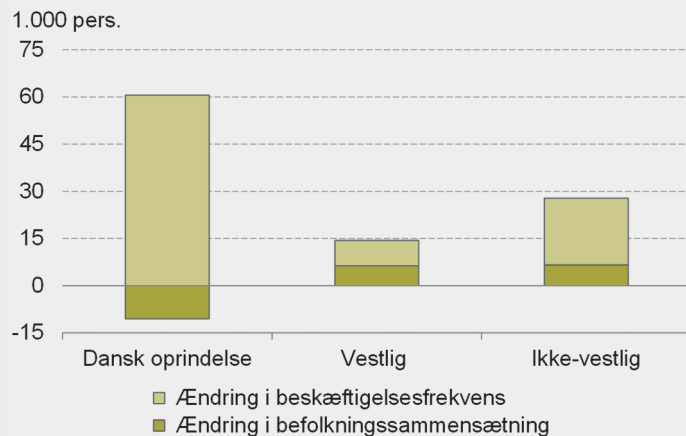
### Beskæftigelsesstigning skyldes højere frekvens

Beskæftigelsen i en given herkomstgruppe kan både stige, fordi beskæftigelsesfrekvensen er steget, og fordi gruppens størrelse (for fastholdt beskæftigelsesfrekvens) er steget. Det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen fra september 2019 til september 2021 på tværs

af herkomstgrupper kommer fra højere beskæftigelsesfrekvens, jf. figur II.42. For personer med dansk oprindelse er der et negativt bidrag fra, at antallet af personer i befolkningsgruppen er faldet over perioden. Det modsvares af, at antallet af personer med vestlig eller ikke-vestlig baggrund er steget. For gruppen af personer med vestlig baggrund (indvandrere såvel som efterkommere) er bidraget til beskæftigelsesstigningen omtrent lige stort fra ændret befolkningssammensætning og ændret beskæftigelsesfrekvens.

**FIGUR II.42 BIDRAG FRA BESTAND HHV. FREKVENNS FORDELT PÅ HERKOMST**

For alle herkomstgrupper kommer det største bidrag til beskæftigelsesfremgangen fra højere beskæftigelsesfrekvens.



Anm.: Figuren viser ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra antal personer i gruppen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Tallene afviger fra figur II.41, hvor der ses på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Vestlig henholdsvis ikke-vestlig dækker over både indvandrere og efterkommere.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

**Større konjunkturfølsomhed hos indvandrere og efterkommere**

Det er velkendt, at konjunkturfølsomheden blandt indvandrere og efterkommere er større end blandt personer af dansk oprindelse. I *Dansk Økonomi, efterår 2019* viser en analyse over perioden 1997-2008 eksempelvis, at ændringen i beskæftigelsesfrekvensen var mere end dobbelt så stor for ikke-vestlige indvandrere og efterkommere end for personer med dansk oprindelse.

**Stort bidrag fra tilgang af udenlandsk arbejdskraft, ...**

Beskæftigelsesfremgangen blandt indvandrere kan både skyldes, at personer, der tidligere er indvandret til Danmark, kommer i beskæftigelse efter i en periode at have været ledige eller udenfor arbejdsstyrken, men fremgangen kan også afspejle nyindvandring. Ifølge tal fra Jobindsats kan stigningen fra 2019 til 2021 i beskæftigede med udenlandsk statsborgerskab forklares med nyindvandring.<sup>16</sup>

**... særligt fra Østeuropa og i Off. adm., sundhed mv.**

Stigningen i beskæftigelsen blandt personer med udenlandsk statsborgerskab er særligt sket blandt personer fra Østeuropa, herunder især blandt rumænske og polske statsborgere, jf. figur II.43. Det er grupper, der i forvejen udgør en relativt stor andel af de beskæftigede udenlandske statsborgere i Danmark. Stigningen blandt de udenlandske statsborgere er i særlig grad sket indenfor brancherne *Offentlig administration, undervisning og sundhed* samt *Rejsebureau, rengøring mv.* Det er begge brancher, der i forvejen beskæftiger en stor andel af de udenlandske statsborgere, og førstnævnte er samtidig en af de brancher, der har oplevet den største beskæftigelsesfremgang de seneste to år.

#### UDENLANDSKE BESKÆFTIGEDE FRA JOBINDSATS

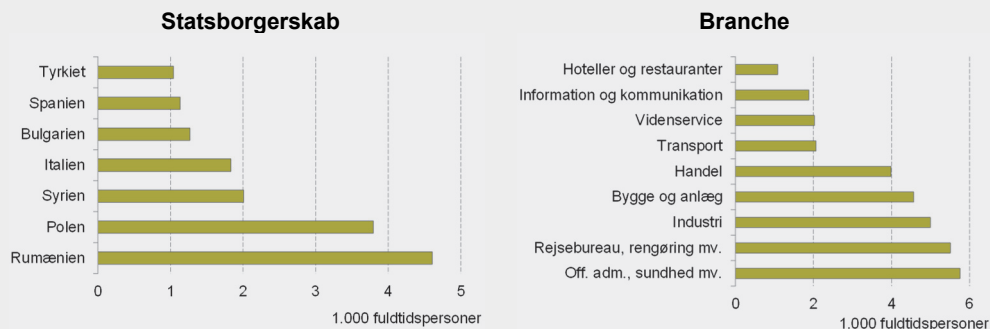
Tallene for udenlandske beskæftigede fra Jobindsats er ikke direkte sammenlignelige med lønmodtagerbeskæftigelsen fordelt på herkomstgrupper. Statistikken fra Jobindsats indeholder kun oplysninger om beskæftigede med udenlandsk statsborgerskab. Personer, der opnår dansk statsborgerskab, udgår af statistikken på tidspunktet for tildeling af dansk statsborgerskab. De kan dog fortsat være indvandrere, eftersom denne klassificering beror på forældrenes fødested og statsborgerskab.

Tallene fra Jobindsats vises i fuldtidspersoner, da opgørelsen i personer ikke summerer på tværs af eksempelvis brancher.

16) Fra 2019 til 2021 steg antallet af fuldtidsbeskæftigede med udenlandsk statsborgerskab 22.000 personer. 31.000 af de 251.000 fuldtidsbeskæftigede i 2021 fik cpr-nummer i 2020 eller 2021.

**FIGUR II.43 BESKÆFTIGEDE MED UDENLANDSK STATSBOGERSKAB**

Beskæftigelsen i Danmark blandt udenlandske statsborgere er steget mest for rumænere og indenfor branchen *Offentlig administration, undervisning og sundhed*.



Anm.: Figurene viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021. Figurene viser udvalgte grupper med en beskæftigelsesstigning på over 1.000 fuldtidspersoner i perioden.

Kilde: Jobindsats.dk.

## RELATIVT STOR FREMGANG BLANDT UNGE OG ÆLDRE

### Størst bidrag fra de 55-64-årige i antal personer

Fordelt på aldersgrupper har beskæftigelsesfremgangen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021 i antal personer været størst blandt de 55-64-årige, jf. figur II.44. Fremgangen har dog været næsten lige så stor blandt de unge under 25 år og blandt personer mellem 25 og 54 år. I sidstnævnte gruppe kommer bidraget fra indvandrere og efterkommere, mens beskæftigelsen blandt personer med dansk oprindelse er faldet, jf. tabel II.3. Særligt de yngste på arbejdsmarkedet har en lav gennemsnitlig arbejdstid, idet de ofte er i gang med en uddannelse og derfor kun arbejder deltid. Omregnet til fuldtidspersoner er bidraget fra personerne under 25 derfor væsentligt mindre.<sup>17</sup>

### Stor relativ stigning blandt unge og ældre

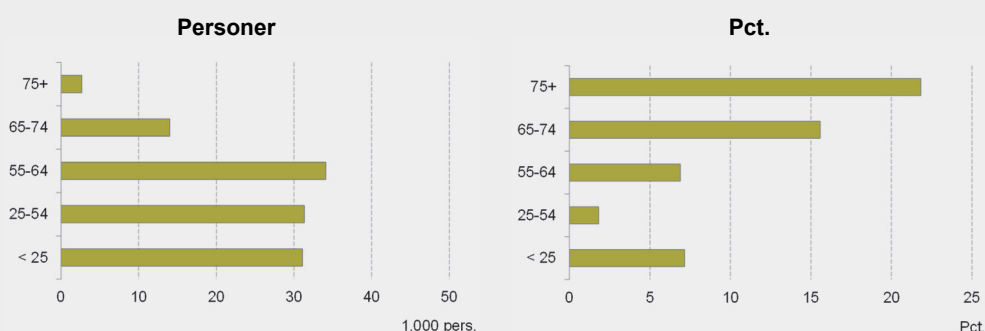
Beskæftigelsesstigningen blandt de yngste og ældste grupper på arbejdsmarkedet er bemærkelsesværdig, gruppernes størrelse taget i betragtning. Mens stigningen opgjort i antal personer er stort set ens på tværs af aldersgrupperne under 25 år, 25-54 år og 55-64 år, dækker

17) Opgjort i fuldtidspersoner er stigningen størst blandt personer i aldersgruppen 25-54 år (40.477 fuldtidspersoner). Derefter kommer de 55-64-årige (34.720 fuldtidspersoner) og de unge under 25 år (24.572 fuldtidspersoner).

dette således over betydelige forskelle i de relative ændringer. Blandt de 25-54-årige er beskæftigelsen steget knap 2 pct., mens beskæftigelsen i de to andre grupper er steget ca. 7 pct. Blandt de ældste grupper på arbejdsmarkedet er den relative stigning endnu mere markant med en stigning på mere end 15 pct. blandt de 65-74-årige og mere end 20 pct. blandt de beskæftigede over 75 år.

**FIGUR II.44 BESKÆFTIGELSESTIGNING FORDELT PÅ ALDER**

Beskæftigelsen er steget mest blandt de 55-64-årige, men stigningen blandt de 25-54-årige samt de unge under 25 har næsten været lige så stor.



Anm.: Figurerne viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, og egne beregninger.

**Stigning blandt 55-64-årige skyldes primært befolknings-sammensætning**

Den betydelige fremgang i beskæftigelsen i aldersgruppen 55-64 år skyldes hovedsageligt et positivt bidrag fra ændret befolkningssammensætning, jf. figur II.45, mens beskæftigelsesfrekvensen i mindre omfang er steget. For de yngste er billedet modsat, hvor beskæftigelsesfrekvensen er steget betydeligt, mens ændret befolkningssammensætning bidrager negativt. Dette mønster for de yngste gælder på tværs af herkomstgrupper, jf. tabel II.3.

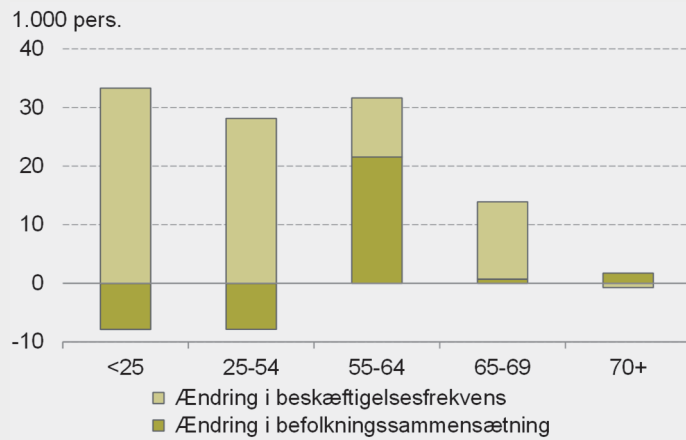
**Større konjunkturfølsomhed blandt yngre og ældre**

Ligesom konjunkturfølsomheden normalt er større for indvandrere og efterkommere, gælder dette også for yngre og ældre. Analysen i *Dansk Økonomi, efterår 2019* viste, at konjunkturfølsomheden for de 20-26-årige og 57-59-årige var større end for de øvrige aldersgrupper. Udviklingen under det aktuelle opsving stemmer dermed overens med den tendens, man normalt ser i opgangstider.



**FIGUR II.45 BIDRAG FRA BESTAND HHV. FREKVENSS FORDELT PÅ ALDERSGRUPPER**

Beskæftigelsesstigningen blandt 55-64-årige skyldes primært ændret befolkningssammensætning, som har bidraget til flere personer i gruppen. For de yngre aldersgrupper bidrager befolkningssammensætningen omvendt negativt.



Anm.: Figuren viser ændringer i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra antal personer i gruppen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Tallene afviger fra figur II.44, hvor der ses på udviklingen fra 4. kvartal 2019 til 4. kvartal 2021.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

**TABEL II.3 BIDRAG TIL BESKÆFTIGELSESSTIGNING FRA BESTAND HHV. FREKVENNS FORDELTE PÅ ALDER OG HERKOMST**

Personer med vestlig og ikke-vestlig herkomst driver fremgangen i beskæftigelsen blandt kernearbejdskraften (de 25-54 årige).

	< 25 år	25-54 år	55-64 år	65-69 år	70+ år	I alt
<b>Dansk</b>						
Antal	-4.923	-22.909	17.096	210	-1.067	-11.593
Frekvens	22.724	15.000	9.511	12.517	1.870	61.622
Samlet	17.801	-7.909	26.607	12.727	803	50.029
<b>Vestlig</b>						
Antal	-1.007	6.149	1.105	23	14	6.284
Frekvens	2.732	4.311	564	403	95	8.091
Samlet	1.725	10.460	1.669	426	81	14.375
<b>Ikke-vestlig</b>						
Antal	-1.487	5.623	2.102	271	47	6.555
Frekvens	7.410	12.097	1.244	475	45	21.272
Samlet	5.923	17.720	3.346	746	92	27.827
<b>I alt</b>						
Antal	-7.862	-7.848	21.554	713	1.726	8.283
Frekvens	33.311	28.119	10.068	13.186	-736	83.948
Samlet	25.449	20.271	31.622	13.899	990	92.231

Anm.: Tabellen viser ændringen i lønmodtagerbeskæftigelsen fra september 2019 til september 2021 fordelt på bidrag fra befolkningssammensætningen og fra beskæftigelsesfrekvensen. Bidrag fra befolkningssammensætning findes ved at beregne, hvor mange der ville have været i gruppen, hvis beskæftigelsesfrekvensen var som i september 2019. Bidraget fra beskæftigelsesfrekvens er beregnet som forskellen mellem den faktiske ændring og ændringen fra befolkningssammensætning. Herkomstgrupperne summerer ikke helt til totalen. Det skyldes, at herkomstgrupperne af datadiskretionshensyn kun medtager ændringer for personer op til 75 år.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

## OPSUMMERING

Beskæftigelsen er steget markant siden slutningen af 2019. Beskæftigelsesfremgangen er bredt funderet, men fremgangen har været særligt stor indenfor *Sundhed og socialvæsen*. Det skal blandt andet ses i sammenhæng med en række coronarelaterede tiltag, herunder en betydelig vaccine- og testkapacitet. En del af beskæftigelsesfremgangen i branchen er tilvejebragt ved tilgang af udenlandsk arbejdskraft. Beskæftigelsesfremgangen har relativt set været særligt stor blandt indvandrere og efterkommere samt blandt de yngre og ældre aldersgrupper på arbejdsmarkedet. Det er velkendt, at beskæftigelsen blandt disse grupper er mere konjunkturfølsom end blandt de øvrige grupper på arbejdsmarkedet. Udviklingen de seneste to år er dermed i overensstemmelse med tidligere erfaringer.

## II.6

## OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2030

### Indhold i afsnittet

I afsnittet vurderes udviklingen i de offentlige finanser frem mod 2030. Indledningsvist beskrives udviklingen i den faktiske offentlige saldo. Herefter beskrives udviklingen i den strukturelle saldo, hvor der er korrigeret for konjunktorenes påvirkning og andre midlertidige forhold. Endeligt vurderes finanspolitikens aktivitetsvirkning sidst i afsnittet. De væsentligste forudsætninger for fremskrivningen er beskrevet i boks II.12, og fremskrivningen er uddybet i baggrundsnotatet til offentlige finanser.

## BOKS II.12 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtaget politik. Det indebærer, at der indarbejdes den gældende lovgivning på skatteområdet og for overførselsindkomster. Det er forudsat, at udgiftslofter for 2022 til 2025 anvendes fuldt ud med de ændringer i udgiftslofter, der er foreslået, men endnu ikke vedtaget. Der indarbejdes også konsekvenser af politiske aftaler, der endnu ikke er vedtaget ved lov.

Finansiering medtages kun, hvis der er en model for den konkrete finansiering. Det indebærer, at kun dele af *Ny reformpakke for dansk økonomi* fra januar er indarbejdet, da en stor del af finansieringen og udgifterne er betinget af, at der sker en sanering af erhvervsstøtten. Kravet om en konkret model for finansieringen gør også, at provenuet fra bankskatten først indarbejdes i forbindelse med den aktuelle fremskrivning, da der ikke tidligere har været præsenteret en konkret model for bankskatten. Der indarbejdes generelt ikke politiske målsætninger. Det nationale kompromis med en målsætning om at øge forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP og en saldomålsætning på omkring -0,5 pct. af BNP i 2030 er derfor ikke indarbejdet.

Centrale forudsætninger:

- I 2022 følger det nominelle offentlige forbrug skønnet fra *Danmarks Konvergensprogram 2022* tillagt den ikke udmøntede del af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19. For 2023 til 2025 afspejler væksten i det offentlige forbrug udviklingen i udgiftslofterne inklusiv den ikke udmøntede del af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19
- Det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik øger forsvarsudgifterne med 3½ mia. kr. i 2022 og 2023, hvoraf 2 mia. kr. i 2022 af Finansministeriets er forudsat at være undtaget fra udgiftslofter. Det er forudsat, at hele stigningen i forsvarsudgifterne vedrører offentligt forbrug
- De offentlige investeringer følger i 2022 regeringens skøn fra *Danmarks Konvergensprogram 2022*. Fra 2023 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en omtrent konstant andel af BNP svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19
- *Aftalen om en ny ret til tidlig pension* indebærer udgifter til tidlig pension, som er indarbejdet i tidligere fremskrivninger. En del af finansieringen bestod imidlertid af en ny bankskat, hvor der ikke var præsenteret en konkret model. Der er nu en model for bankskatten, der indarbejdes i forbindelse med denne fremskrivning
- Der er indgået en aftale om udbetaling af en varmecheck, hvor udgiften er indarbejdet i overførselsindkomsterne
- Der er fremsat forslag om en forhøjet ældrecheck, men var ikke indgået en aftale på det tidspunkt, hvor talarbejdet til denne fremskrivning var afsluttet. Forslaget er derfor ikke indarbejdet i fremskrivningen
- Befordringsfradraget er på indstilling fra Skatterådet blev hævet i 2022, hvilket er indarbejdet.

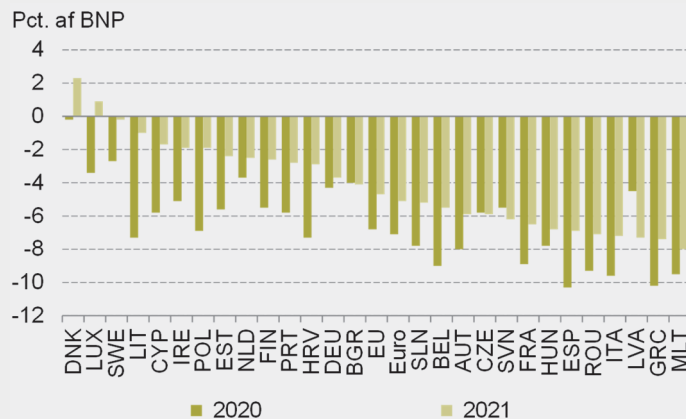
## FAKTISK SALDO FREM MOD 2030

### Den offentlige saldo har overrasket positivt under covid-19

Da covid-19-pandemien ramte Danmark var det forventningen, at det ville medføre en alvorlig svækkelse af de offentlige finanser. Det har dog efterfølgende vist sig, at Danmark er det EU-land, der havde det mindste underskud på den offentlige saldo for 2020 og det største overskud i 2021, jf. figur II.46. Det var kun Danmark og Sverige, som overholdt stabilitets- og vækstpagtens grænse for de maksimale faktiske underskud på 3 pct. af BNP i 2020, mens der fortsat var 15 af 27 lande, der havde et underskud på mere end 3 pct. af BNP i 2021. Det store overskud i 2021 på 2,3 pct. af BNP kommer på trods af, at der har været store ekstraudgifter til sygdomsbekæmpelse i form af blandt andet test og vaccination. De store udgifter er dog blevet modsvaret af nogle store indtægter. Der har dels været engangsindtægter knyttet til udbetaling af de indefrosne feriepenge samtidigt med, at der også har været store indtægter fra selskabsskatter og pensionsafkastskat.

**FIGUR II.46 OFFENTLIG SALDO I EU-LANDE**

Danmark havde det mindste underskud i 2020, og i 2021 er det kun Danmark og Luxembourg, der har overskud på den offentlige saldo.



Anm.: Der er vist den offentlige saldo i EDP-indberetningen, der kan afvige fra den opgørelse af den offentlige saldo, der anvendes i resten af afsnittet.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

**Stort overskud i 2021 vendes til mindre underskud frem mod 2030**

Det store overskud på den offentlige saldo i 2021 vurderes primært at skyldes midlertidige forhold, og overskuddet ventes at blive reduceret i år. Fra 2023 og frem til 2030 ventes der små underskud i alle år, jf. figur II.47. Det skal blandt andet ses i lyset af en forventning om, at konjunkturerne normaliseres, hvilket vil tendere til at mindske de offentlige indtægter fra skatter og moms, mens udgifterne til ledighedsrelaterede udgifter vil stige lidt. Hertil kommer, at der er et demografisk pres på dansk økonomi frem mod 2030, hvor der bliver stadigvæk flere ældre, hvilket reducerer beskæftigelsen og øger de offentlige udgifter.

**FIGUR II.47 OFFENTLIG SALDO FREM MOD 2030**

Der var overskud på den offentlige saldo i 2021 som følge af engangsindtægter, men der ventes omtrent balance på den offentlige saldo i hele perioden mod 2030.



Anm.: Den stiplede røde linje angiver underskudsgrænsen på 3 pct. af BNP fra stabilitets- og vækstpagten, mens de stiplede grønne linjer angiver budgetlovens grænse for underskuddet på den strukturelle saldo. Fra 2014 til udgangen af juni 2022 er saldogrænsen på -0,5 pct. af BNP, mens saldogrænsen fra 1. juli 2022 ændres til -1 pct. af BNP.

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

**Inflation har en midlertidig effekt på de offentlige finanser**

Normalt har inflation kun en begrænset betydning for de offentlige finanser, da både indtægter og udgifter vil følge udviklingen i priser og lønninger. På kort sigt kan der dog komme nogle mindre udsving som følge af indretningen af skattesystemet og regulering af overførselsindkomster og offentlig løn. Som udgangspunkt følger udviklingen i grænser i skattesystemet, satser for overførselsindkomster og de offentlige

lønstigninger den private lønudvikling, men i praksis er der en vis forsinkelse, da reguleringen forudsætter, at den private lønudvikling først er observeret. Derfor vil en midlertidig forøgelse af den private lønstigningstakt øge de private lønindtægter med det samme, men først med en forsinkelse påvirke grænser i skattesystem, satser for overførselsindkomster og de offentlige lønninger. Derved stiger skatteindtægter umiddelbart, mens udgifter til overførselsindkomster og offentlige lønninger først stiger senere.

**Offentlig saldo forbedres midlertidigt af inflation**

I den aktuelle fremskrivning vurderes det, at de private lønstigninger bliver på godt 3½ pct. i år og godt 4½ pct. næste år. Det er noget over den forudsatte strukturelle lønstigning på knap 3¼ pct. årligt. Det vil give en midlertidig forbedring af den offentlige saldo, da skatteindtægterne fra de privatansatte følger godt og vel med lønnen op, mens overførselsindkomsterne først stiger med to års forsinkelse. Det giver på kort sigt en forbedring af den offentlige saldo i 2022 og 2023, der gradvist vil blive udlignet, når reguleringerne indhenter efterslæbet, og der er ikke nogen nævneværdig permanent effekt af midlertidige udsving. I boks II.13 er der en gennemgang af dette i denne fremskrivning.

**Faldende indtægter vender offentlige overskud til underskud**

I 2022 ventes et stort fald i både de offentlige indtægter og udgifter i procent af BNP. Indtægterne ventes dog at falde mere end udgifterne, så i løbet af 2022 og 2023 vendes det offentlige overskud til et underskud i 2023, jf. tabel II.4. Faldet i indtægter drives særligt af lavere indtægter fra selskabsskat og pensionsafkastskat.

**Stigende renter reducerer PAL-skatten**

Forventningen om stigende renter i 2022 medfører, at nogle skatteindtægter bliver reduceret. Personskatterne reduceres som følge af et stigende rentefradrag, men det er særligt pensionsafkastskatten (PAL), der falder. Det skyldes, at de stigende renter medfører, at kursen på pensionskassernes store obligationsbeholdninger falder samtidigt med aktiekurserne også forudsættes at falde i år, hvorfor afkastet af pensionsformuen ventes at blive lavt i år. Fremadrettet forudsættes det, at renten vil være nogenlunde konstant på det højere niveau, så PAL-skatten ventes gradvist at vende tilbage mod det strukturelle niveau på knap 1 pct. af BNP.

**Personskatter falder tilbage i 2022 fra højt niveau i 2021**

Personskatterne falder imidlertid også i 2022, hvilket dels skydes, at de midlertidige indtægter fra udbetalingen af feriepenge bortfalder, dels et stigende rentefradrag og endeligt er der et fald i reallønnen afledt af stigende inflation, hvilket medfører, at lønindkomsten som andel af BNP falder til et lavt niveau i 2022.

**BOKS II.13 MIDLERTIDIG INFLATIONS BETYDNING FOR OFFENTLIGE FINANSER**

Som udgangspunkt vil niveauet for inflationen være stort set neutralt for de offentlige finanser på lang sigt. Der er dog en effekt via beskattningen af kapitalindkomst, da det er den nominelle og ikke reale forrentning, der beskattes.

En midlertidig stigning i inflation og lønninger vil have en kortvarig effekt på de offentlige finanser. Det skyldes den måde overførselsindkomster og beløbsgrænserne i skattesystemet reguleres i Danmark. Grænserne i skattesystemet for blandt andet bundskat og topskat reguleres med udviklingen i den private løn. Denne regulering foretages dog med et lag på to år, da den faktiske lønstigning først skal opgøres, for at det er muligt at regulere skattegrænserne i den såkaldte §20 regulering. Såfremt den private lønstigning er nogenlunde konstant over tid, vil denne regulering alt andet lige medføre en konstant gennemsnitlig beskatning af indkomst. Overførselsindkomsterne reguleres også, så de følger den private lønstigning med et lag via satsreguleringen. Endeligt følger de offentlige lønstigninger også delvist de private via en regulering af de offentlige lønninger, der sikrer, at de stort set følger med den private lønudvikling med et lag.

De forskellige lag i reguleringsordningerne medfører dog, at de offentlige finanser bliver midlertidigt påvirket af udsving i inflationen. En stigning i inflationen og de private lønstigninger vil medføre en stigning i skatteindtægterne de første år, indtil reguleringen af skattegrænser har taget højde for de højere lønstigninger. Det medfører, at en større andel af den samlede indkomst kommer op over grænsen for bundskat og topskat, og den gennemsnitlige skat for de private lønmodtagere øges. På kort sigt er de offentlige lønninger og overførselsmodtagerne ikke påvirket af højere private lønninger. De offentlige udgifter til løn og overførselsindkomst stiger altså ikke, hvilket trækker i retning af at forbedre den offentlige saldo.

De midlertidige udsving i inflation og løn har isoleret set en effekt på den offentlige saldo i de kommende år, jf. tabel A. Det er i denne beregning set bort fra, at ændringer i realindkomsterne kan få afledte effekter på det samlede private forbrug. Betydningen for saldoen er størst i 2023, da de private lønstigninger er forudsat at toppe her, hvorefter forbedring gradvist forsvinder igen i takt med reguleringen af overførselsindkomster, skattegrænser og offentlige lønninger indhenter efterslæbet. Gennemslaget på den strukturelle saldo er mindre end på den faktiske.

**TABEL A PÅVIRKNING AF DEN OFFENTLIGE SALDO MIA. KR.**

	2022	2023	2024	2025
Regulering af overførsler	1,6	7,2	5,9	0,0
Offentlige lønninger	1,5	7,1	5,7	0,0
Skattegrænser	0,3	1,2	1,4	0,8
I alt	3,3	15,5	13,1	0,8

Anm.: Der er i tabellen angivet påvirkning af den offentlige saldo i forhold til en neutral situation, hvor satser for overførselsindkomster, private og offentlige lønninger alle stiger med ca. 3,2 pct. om året, der vurderes at være den strukturelle stigning i de private lønninger.



**Selskabsskatterne  
meget høje i 2021**

Selskabsskatterne var rekordhøje i 2021. De har aldrig været højere hverken i kroner eller i procent af BNP. Det er usikkert, hvor vedvarende det højere niveau for selskabsskatten vil blive, da en del af det høje skatteprovenu kan hænge sammen med midlertidige forhold under covid-19. Det er i denne fremskrivning forudsat, at de høje selskabsskatter i 2021 skyldes midlertidige forhold, og at de gradvist vil blive reduceret imod deres forudsatte strukturelle niveau på godt 2½ pct. af BNP. De strukturelle indtægter fra selskabsskatten er fremadrettet opjusteret med ca. 0,1 pct. af BNP som følge af den forhøjede selskabsskat for den finansielle sektor (bankskatten).

**Høje oliepriser  
medfører et stigende  
provenu fra  
nordsøbeskatningen**

I de seneste år har en kombination af nedlukning af Tyrafeltet i Nordsøen og lave oliepriser medført, at indtægterne fra nordsøbeskatningen har været tæt på nul. I de kommende år ventes der igen nogle indtægter fra nordsøbeskatningen, da genåbningen af Tyrafeltet medfører en højere produktion samtidigt med, at de høje priser sikrer en højere værdi af produktionen. Med de høje oliepriser, der er forudsat i fremskrivningen, jf. afsnit II.2, udløses fra 2022 en ekstrabeskatning på nordsøproduktionen. Samlet set ventes indtægterne de kommende år at stige til 0,3 pct. af BNP.

**Inflation reducerer  
offentligt forbrug  
som andel af BNP ...**

Det offentlige forbrug trækkes op i mængder i 2022 som følge af forøgede udgifter til blandt andet test og vaccination for covid-19. På trods af, at det offentlige forbrug faktisk er på et højt niveau i år, ventes det offentlige forbrug i 2022 at falde som andel af nominelt BNP i forhold til 2021. Det skal ses i lyset af, at den høje inflation i dansk økonomi kun forventes at have en mindre betydning for det offentlige forbrug i år. Det hænger sammen med, at prisudviklingen på det offentlige forbrug i vid udstrækning afhænger af udviklingen i de offentlige lønninger. Hovedparten af udviklingen i de offentlige lønninger er fastsat ved overenskomst og den aftalte lønudvikling i år er lavere end den ventede inflation. Det billede vender næste år, hvor inflationen målt ved BNP-deflatoren aftager.

**... og overførsels-  
indkomster som  
andel af BNP**

Overførselsindkomsterne falder også som andel af BNP fra 2021 til 2022. Det skyldes dels en lav arbejdsløshed som følge af højkonjunktoren, og dels de høje prisstigninger og lønstigninger i 2022, der først med to års forsinkelse påvirker satsreguleringen af overførselsindkomsterne, jf. også boks II.13. Frem mod 2030 stiger overførselsindkomsterne gradvist. Det skyldes dels, at efterslæbet i satsreguleringen bliver indhentet og dels, at der bliver flere pensionister som følge af den aldrende befolkning. Stigningen i antallet af folkepensionister bliver kun i mindre omfang opvejet af, at antallet af efterlønsmodtagere ventes at fortsætte med at falde.

TABEL II.4 OFFENTLIGE INDTÆGTER OG UDGIFTER

De offentlige indtægter og udgifter var høje i 2021, men forudsættes at falde hurtigt ned mod deres normale niveau. Frem mod 2030 sker der en række ændringer, men samlet set er indtægter og udgifter nogenlunde konstante fra 2023 til 2030.

	2021	2022	2023	2025	2030
	----- Pct. af BNP -----				
Personskatter mv. <sup>a)</sup>	23,9	22,7	23,2	23,2	23,1
Aktieskat	1,1	1,1	1,0	0,9	0,9
Selskabsskat	3,7	2,8	2,5	2,6	2,6
Nordsøbeskatning	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3
Pensionafkastbeskatning	2,5	0,4	0,5	0,8	0,8
Afgifter <sup>b)</sup>	15,8	15,3	15,5	15,2	15,3
Øvrige indtægter	4,3	4,1	4,1	4,4	4,4
Indtægter i alt <sup>c)</sup>	51,3	46,4	46,9	47,5	47,4
Offentligt forbrug <sup>d)</sup>	24,4	23,4	23,8	24,0	24,3
Offentlige investeringer <sup>e)</sup>	3,5	3,3	3,5	3,5	3,5
Indkomstoverførsler	15,5	14,6	14,9	15,4	15,5
Øvrige udgifter <sup>f)</sup>	6,0	4,9	5,5	4,7	4,6
Udgifter i alt <sup>c)</sup>	49,4	46,2	47,7	47,7	47,9
Primær saldo	1,9	0,2	-0,7	-0,2	-0,5
Nettorenteindtægter	0,4	0,5	0,5	0,3	0,3
Offentlig saldo	2,3	0,6	-0,3	0,1	-0,2
Strukturel saldo <sup>g)</sup>	-1,7	-0,6	0,1	0,2	-0,2
ØMU-gæld	36,7	34,9	35,2	35,3	36,6
	----- Mia. kr. -----				
Offentlig saldo	58,7	16,9	-7,2	2,6	-6,9
	----- Realvækst, pct. -----				
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	4,3	0,8	0,1	1,1	1,0
Off. investeringer ekskl. F&U	6,2	-4,6	8,5	1,5	1,8

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.

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

**Udgifter til særlige forhold er store**

De øvrige offentlige udgifter dækker over en række forskellige mindre udgiftsposter. Udgifterne er høje i 2021-23. I 2021 skyldes det blandt andet hjælpepakker knyttet til covid-19. I 2022 og 2023 drives posten op af udbetalinger til erstatning til minkejere og tilbagebetaling af for meget betalt ejendomsskat som følge af nye ejendomsvurderinger. Disse udgifter falder bort fra 2023, så i 2025 er posten omtrent tilbage på det langsigtede niveau for udgifterne.

**DEN STRUKTURELLE SALDO FREM MOD 2030****Strukturel saldo tager højde for konjunkturudsving og særlige poster**

Konjunkturudsving har stor betydning for den faktiske saldo. Når der er højkonjunktur, så er beskæftigelsen og forbruget højt, hvilket giver mange indtægter for staten. Samtidigt er ledigheden lav, hvilket mindsker udgifterne. Den offentlige saldo afhænger således af udviklingen i konjunkturerne og kan ikke bruges til at vurdere den underliggende stilling på de offentlige finanser. For bedre at kunne vurdere, hvordan den offentlige økonomi udvikler sig, ses der i stedet på den strukturelle saldo. Her søges det at korrigere for konjunkturerens påvirkning af saldoen, og der beregnes et strukturelt provenu for udvalgte indtægter, der kan svinge meget som f.eks. PAL-skatten.

**Konjunktur og kapitalsskatter har forbedret den faktiske saldo**

Den faktiske saldo er bedre end den strukturelle saldo i alle år fra 2019 til 2023, da en række midlertidige forhold forbedrer saldoen. Det drejer sig blandt andet om højkonjunkturerne og en ekstraordinær høj indtægt fra PAL-skat. Den faktiske saldo har derfor været højere end det strukturelle niveau i denne periode, jf. tabel II.5. Billedet ændres i 2022, hvor de stigende renter medfører et fald i kursen på obligationer, hvilket umiddelbart vil reducere afkastet og skatten af pensionsformuen i år. Samtidigt forventes det, at selskabsskatten gradvist bevæger sig ned mod sit strukturelle niveau.

**Covid-19 har medført strukturelle underskud**

I perioden 2020-22 har der været en lang række midlertidige lempelser af finanspolitikken til bekæmpelse af covid-19. Disse lempelser af finanspolitikken har medført, at der har været et underskud på den strukturelle saldo i disse år. Hvis der ses bort fra udgifter til håndtering af covid-19, har der samlet set været overskud på den strukturelle saldo i perioden. Hovedårsagen til, at den strukturelle saldo forbedres frem mod 2025 er, at disse midlertidige udgifter falder bort. I 2025 ventes der omtrent balance på den strukturelle saldo. Frem mod 2030 svækkes den strukturelle saldo gradvist, hvilket dækker over, at den aldrende befolkning medfører et pres på de offentlige udgifter til blandt andet pension og sundhedsudgifter.

TABEL II.5 OVERGANG FRA FAKTISK TIL STRUKTUREL SALDO

Gunstige konjunkturer bidrager væsentligt til den faktiske saldo i år, mens et lavt provenu fra pensionsafkastskatten ventes at trække ned i forhold til den strukturelle saldo.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030
	----- Pct. af BNP -----							
<b>Faktisk saldo</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,2</b>
Bidrag fra <i>Midlertidige forhold</i>	3,7	0,9	4,1	1,2	-0,4	0,0	-0,1	0,0
Heraf								
Konjunktur	0,6	-0,5	0,9	1,9	0,8	0,2	0,0	0,0
Pensionsafkastskat	1,9	1,3	1,7	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Andre særlige poster	0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Selskabsskat	0,5	0,1	1,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Engangsforhold								
Kompensation til minkejere		-0,1	-0,1	-0,2	-0,2			
Boligskatter				-0,1	-0,5			
Feriepenge		0,9	0,6					
Øvrige forhold	-0,1	-0,8	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
<b>Strukturel saldo</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>
Covid-19 <sup>a)</sup>	0,0	-1,7	-1,9	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Strukturel saldo uden covid-19	0,4	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2

a) Dækker over Finansministeriets korrektioner i deres opgørelse af den strukturelle saldo for covid-19.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

#### Den strukturelle saldo bedre end ventet i 2021

De nye regnskabstal for 2021 har vist sig at medføre en væsentlig forbedring af den strukturelle saldo i 2021 i forhold til, hvad der var lagt til grund i *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Den bedre strukturelle saldo i 2021 er sammensat af flere forhold, der kun i mindre omfang vurderes at afspejle sig i en forbedring fremadrettet. Der var blandt andet et mindre offentligt forbrug (ekskl. covid-19) end ventet i efteråret. Samtidigt var sammensætningen af det private forbrug forskudt i retning af de dele af forbruget, hvor moms- og afgiftstrykket er højest.

### Den strukturelle saldo svækkes af den økonomiske politik i 2022

Den strukturelle saldo i 2022 er siden fremskrivningen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* svækket fra et underskud på 0,1 pct. af BNP til et underskud på 0,6 pct. af BNP, jf. tabel II.6. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes i vid udstrækning politik, hvor finanspolitikken samlet set er blevet lempet med ca. 15 mia. kr. i 2022. Det drejer sig om udgifter til covid-19 i form af blandt andet test, vacciner og hjælpepakker på 11 mia. kr., forhøjede forsvarsudgifter på 3½ mia. kr. og en ufinansieret varmecheck på 1 mia. kr.

**TABEL II.6 DEN STRUKTURELLE SALDO MOD 2025**

Den strukturelle saldo er svækket i 2022 sammenlignet med *Dansk Økonomi, efterår 2021*. I de efterfølgende år er der også en mindre svækkelse af den strukturelle saldo.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----						
<i>Dansk Økonomi, forår 2022</i>	0,3	-1,1	-1,7	-0,6	0,1	0,2	0,2
<i>Dansk Økonomi, efterår 2021</i>	0,3	-1,2	-2,6	-0,1	0,1	0,2	0,2
<b>Forskøl</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Heraf							
Selskabsskat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Nordsøskat	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Nettorenter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Covid-19	0,0	0,0	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Andet	0,0	0,1	1,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2

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

### Saldogrænse på -1 pct. af BNP og mål om -0,5 pct. af BNP i 2030

Et flertal i Folketinget har i marts 2022 indgået aftale om et *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik*. Aftalen fastlægger også de overordnede rammer for finanspolitikken i en kommende 2030-plan. Partierne er således enige om at revidere budgetloven med henblik på at sænke underskudsgrænsen for den strukturelle saldo til 1,0 pct. af BNP fra 1. juli 2022, hvor den hidtidige grænse i budgetloven var et underskud på 0,5 pct. af BNP. Endvidere er partierne enige om, at det vil være hensigtsmæssigt at sigte efter et offentligt underskud på omkring 0,5 pct. af BNP i en kommende 2030-plan, som fremlægges til efteråret.

**Ved vurdering af overholdelse af saldogrænsen i år er grænsen fortsat -0,5 pct. af BNP**

Ændringen i saldogrænsen træder først i kraft fra 1. juli. Det er altså fortsat overholdelse af den gamle saldogrænse på -0,5 pct. af BNP, der er relevant, når det skal vurderes om saldogrænsen i budgetloven overholdes i 2022. Når det kommende forslag til finanslov for 2023 skal vurderes, vil underskuddet på den strukturelle saldo skulle overholde den nye saldogrænse på -1 pct. af BNP.

**Underskuddet er større end grænsen i budgetloven**

Det vurderes, at underskuddet på den strukturelle saldo er blevet forværret fra et underskud på den strukturelle saldo på 0,1 pct. af BNP ved vurderingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021* til et underskud nu på 0,6 pct. af BNP. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes ikke nye skøn, men finanspolitik, der er besluttet siden forslaget til finanslov. Det drejer sig som nævnt om ufinansierede udgifter til test og vaccination mod covid-19, flere forsvarsudgifter, udgifter til håndtering af ukrainske flygtninge og en varmecheck. Samlet set er disse udgifter på ca. 15 mia. kr.

**Overskridelser er tilladt, hvis de skyldes exceptionelle omstændigheder**

Det er som udgangspunkt kun tilladt at bryde grænsen for den strukturelle saldo som følge af ny finanspolitik efter forslaget til finanslov, hvis udgifterne er knyttet til en exceptionel omstændighed. Det er i *Dansk Økonomi, efterår 2021* vurderet, at covid-19 kunne betegnes som en exceptionel omstændighed, og det derfor var tilladt at overskride den strukturelle saldo med de ekstra udgifter, der var direkte knyttet til håndtering af covid-19. Sundhedskrisen er fortsat ind i starten af 2022 og har medført yderligere udgifter, der kan undtages fra grænsen for den strukturelle saldo med henvisning til den fortsatte sundhedskrise. Udgifter til håndtering af covid-19 påvirker den strukturelle saldo med ca. 0,5 pct. af BNP i 2022. Overskridelsen af grænsen i 2022 kan altså henføres til en exceptionel omstændighed.

**Også nye udgifter til flygtninge og forsvar**

Udover de nye udgifter til håndtering af covid-19 er der også udgifter til varmecheck, forsvar og flygtninge. Finansministeriet har vurderet, at disse udgifter kan undtages fra saldogrænsen med henvisning til exceptionelle omstændigheder. I næste afsnit er en nærmere diskussion af, hvordan disse udgifter forholder sig til begrebet exceptionelle omstændigheder.

**Underskud begrænset mod 2030**

I de kommende år er der små overskud på den strukturelle saldo og i 2025 er der stort set balance på den strukturelle saldo, så regeringens målsætning i den aktuelle 2025-plan om balance er opfyldt, jf. figur II.48. Frem mod 2030 svækkes den strukturelle saldo gradvist, så der i 2030 ventes et underskud på den strukturelle saldo på 0,2 pct. af BNP. I forbindelse med aftalen om *Nationalt kompromis om Danmarks sikkerhedspolitik* er det aftalt, at der i den kommende 2030-plan skal være et mål for den strukturelle saldo i 2030 på omkring -0,5 pct. af

BNP. Med denne fremskrivning er der udsigt til, at dette mål kan realiseres med de beregningstekniske antagelser, der er anvendt.

**FIGUR II.48 STRUKTUREL SALDO MOD 2030**

Små underskud på den strukturelle saldo mod 2030.



Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet på Finansministeriets metode. De stiplede linjer angiver grænsen i budgetloven. Grænsen sænkes fra -0,5 pct. af BNP til -1 pct. af BNP den 1. juli 2022.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022*, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**Kun små forskelle i vurderingen sammenlignet med Finansministeriet**

Fremadrettet er der forholdsvis små forskelle på den strukturelle saldo, hvor Finansministeriet har et lidt større underskud, end der er i denne fremskrivning. I baggrundsnotat til offentlige finanser er en nærmere beskrivelse af årsagerne til forskellene i vurderingen af den strukturelle saldo. Der er forholdsvis store forskelle i vurderingen af den strukturelle saldo i 2020-22, hvilket skyldes, at der er forskel på behandlingen af udgifter knyttet til covid-19. Finansministeriet vælger at betegne disse udgifter som et engangsforhold og holde disse udgifter udenfor deres opgørelse af den strukturelle saldo, mens udgifterne er medtaget i opgørelsen i denne fremskrivning.<sup>18</sup>

**Øgede forsvarsudgifter og ændret saldogrænse**

Kort efter den russiske invasion af Ukraine blev der indgået et bredt forlig om at øge de danske forsvarsudgifter til 2 pct. af BNP i 2033, hvilket svarer til en stigning på ca. 19½ mia. kr. i 2022-priser. I samme

<sup>18</sup>) Behandlingen af engangsforhold i forhold til den strukturelle saldo er nærmere behandlet i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

forbindelse blev det aftalt at ændre underskudsgrænsen i budgetloven, så det fremover bliver tilladt at have et underskud på 1 pct. af BNP på den strukturelle saldo, og en kommende 2030-plan skal have et mål om et underskud i 2030 på omkring 0,5 pct. af BNP.

**Forsvarsudgifter vil udgøre en stor del af fremgangen i det offentlige forbrug**

Aftalen indeholder en målsætning om at øge forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP, men der er ikke truffet beslutning om de konkrete udgifter, og hvordan disse indføres mod 2033. Der er dermed ikke en detaljeret beskrivelse af, hvordan den planlagte stigning i forsvarsudgifterne vil påvirke væksten i det øvrige offentlige forbrug frem mod 2033. Det vil blandt andet afhænge af, hvor stor en del af stigningen i forsvarsudgifterne der vil være offentligt forbrug, og hvor meget der vil være investeringer.

**Nyt at forsvar udgør hovedparten af væksten i det offentlige forbrug**

Historisk har forsvarsudgifterne kun udgjort en begrænset del af væksten i det offentlige forbrug, da der ikke har været store udsving i deres størrelse som andel af BNP eller det samlede offentlige forbrug. I det kommende årti vil forsvarsudgifterne udgøre en væsentlig del af væksten i det offentlige forbrug. For at illustrere betydningen af en stigning i forsvarsudgifterne på 19½ mia. kr. mod 2033 kan det nævnes, at der i nærværende fremskrivning er en vækst i det offentlige forbrug ekskl. afskrivninger på 30 mia. kr. i 2022-priser fra 2025 til 2030. Hvis den ønskede vækst i forsvarsudgifterne skal forenes med den kommende saldomålsætning i 2030, kan det blive nødvendigt at reducere væksten i det offentlige forbrug i forhold til det beregningstekniske forløb, gennemføre reformer eller hæve skatterne.

## FINANSPOLITIKKENS AKTIVITETSVIRKNING

**Finanspolitikken i 2022 er mere ekspansiv end i 2019**

Finanspolitikken har været usædvanlig i de seneste år, hvor håndteringen af covid-19 har medført store midlertidige udsving i det offentlige forbrug og subsidier i form af hjælpepakker til erhvervslivet. Når den aktuelle finanspolitik skal vurderes, giver det således mening at sammenligne med situationen i 2019, hvor der var en mere normal situation for den offentlige økonomi. Set i forhold til 2019 er finanspolitikken i 2022 blevet lempet, så den isoleret set øger BNP med ca. 1¼ pct., jf. tabel II.7. Det er særligt udgifterne, der har øget aktiviteten. Det offentlige forbrug har alene øget aktiviteten svarende til ca. 1 pct. af BNP, hvilket skal ses i lyset af, at der i år har været ekstra udgifter til blandt andet håndtering af covid-19. Hertil kommer ekstra udgifter til forsvaret og håndtering af de ukrainske flygtninge, der er kommet til landet.



**TABEL II.7 FINANSEFFEKT**

Finanspolitikken øger den økonomiske aktivitet i 2022 og 2023.

	2022 <sup>a)</sup>	2023 <sup>b)</sup>
	Pct.	Pct.
Udgifter i alt	1,1	0,0
offentligt forbrug	0,9	-0,1
offentlige investeringer	0,2	0,1
øvrige	0,0	0,0
Indtægter i alt	0,2	0,0
personlige skatter	0,0	0,0
afgifter	0,1	0,0
øvrige	0,2	0,0
Øvrige forhold	-0,1	0,2
<b>Finanseffekt i alt</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>

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

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

Anm.: Beregningen af finanseffekten i 2022 er set i forhold til 2019, da covid-19 har medført en række midlertidige ændringer i strukturelle niveauer, der gør, at beregningen af finanseffekten i de enkelte år kan være vanskelig at fortolke.

Kilde: Egne beregninger.

### Også udsigt til ekspansiv finanspolitik i 2023

Finanspolitikken for 2023 fastlægges først endeligt i forbindelse med forslaget til finanslov og kan først vurderes på dette tidspunkt. Der er dog nogle forhold, der allerede kendes på nuværende tidspunkt og deres effekt på finanspolitikken kan vurderes. Der er foreslået udgiftslofter for 2023, så det planlagte offentlige forbrug kendes allerede. Der ventes en lav vækst i det samlede offentlige forbrug, da de midlertidige udgifter til covid-19 er forudsat at ophøre. Offentligt forbrug, der ikke er relateret til covid-19, ventes imidlertid at vokse relativt kraftigt. Derfor bliver der samlet set kun et lille negativt vækstbidrag fra det offentlige forbrug. Dette negative bidrag opvejes dog af et særligt engangsforhold. I takt med, at de nye ejendomsvurderinger bliver klar, vil nogle boligejere få tilbagebetalt for meget indbetalt ejendomsskat. Udbetalingerne til boligejernerne i løbet af 2023, vil øge aktiviteten i 2023. Samlet vurderes finanspolitikken at hæve BNP med ca. ¼ pct. af BNP i 2023.

## II.7

# EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

### Indhold i afsnittet

Siden foråret 2020 har dansk økonomi været stærkt påvirket af to ekstraordinære omstændigheder. Covid-19 ramte Danmark og resten af verden i foråret 2020, og der har været store udgifter til test og vaccinationer helt frem til foråret 2022. Konsekvenserne af Ukraine-krigen har kunnet mærkes siden februar 2022. Dette afsnit har fokus på, hvordan håndteringen af de to kriser mere formelt skal ses i forhold til reglerne om exceptionelle omstændigheder i EU's finanspolitiske rammeværk og budgetloven. Først beskrives baggrunden for reglerne om exceptionelle omstændigheder. Dernæst beskrives de kriterier, som mere formelt definerer, hvornår dansk økonomi er ramt af exceptionelle omstændigheder, og hvem der foretager denne vurdering. Efterfølgende diskuteres, hvorvidt krisetiltagene i 2020 til 2022 kan begrundes med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

### REGLERNE OM EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

#### Saldogrænser kan afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder, ...

I det europæiske finanspolitiske regelsæt er der en grænse for den faktiske offentlige saldo på 3 pct. af BNP, som er ens for alle lande, og en grænse for den strukturelle saldo, som afviger fra land til land. Disse grænser skal som udgangspunkt overholdes hvert år. Der er dog en undtagelse, når et lands økonomi er påvirket af en usædvanlig hændelse uden for statens kontrol, hvor det er tilladt midlertidigt at afvige fra de normale saldogrænser. Muligheden for at afvige fra saldogrænsen er indarbejdet i de finanspolitiske regler for at sikre, at der er en vis grad af fleksibilitet i rammeværket, så helt usædvanlige og midlertidige begivenheder kan håndteres uden, at der under krisen skal ske stramninger af skatte- eller udgiftspolitikken eller andre opstramninger af de offentlige finanser.

#### ... hvor der ikke er krav om finansiering af nye krisetiltag

I forhold til budgetloven kan der altid gennemføres nye tiltag. Men såfremt tiltagene indebærer, at underskudsgrænsen overskrides, er der et krav om finansiering i det samme år. Det gælder dog ikke i en situation, hvor der erklæres exceptionelle omstændigheder. I budgetloven henvises til EU's definitioner af exceptionelle omstændigheder, der dog ikke indeholder en præcis oversigt over, hvad der kan være exceptionelle omstændigheder. Det er altså et spørgsmål om fortolkning, hvorvidt udgifter kan tilskrives en exceptionel begivenhed uden for statens kontrol.

**DEFINITION AF EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER**

I både stabilitets- og vækstpagten, finanspagten og budgetloven er der omtalt, at de normale saldogrænser kan afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder.

Exceptionelle omstændigheder er i stabilitets- og vækstpagten defineret som en usædvanlig begivenhed, der er uden for statens kontrol, eller et alvorligt økonomisk tilbageslag.

Der er ikke nogen præcis definition af, hvad der kan være en usædvanlig begivenhed uden for statens kontrol, mens et alvorligt tilbageslag er defineret som:

- Negativ vækst i BNP eller
- Et akkumuleret produktionstab igennem en længere periode med lav realvækst i BNP i forhold til den potentielle vækst.

Endeligt kræves det, at udgifterne, som besluttet med henvisning til en exceptionel omstændighed, skal være væsentlige, før der kan erklæres en exceptionel begivenhed.

**Danmark er ofte blevet ramt af usædvanlige begivenheder**

I de seneste 15 år er Danmark flere gange blevet ramt af udefra kommende begivenheder, der er usædvanlige og uden for statens kontrol. I efteråret 2008 udløste finanskrisen en dyb lavkonjunktur, der medførte en negativ økonomisk vækst og et stort negativt output gap i en årrække derefter. Finanspolitikken blev lempet markant, og den strukturelle saldo blev forværret fra et overskud på 0,8 pct. af BNP i 2008 til et underskud på 1,1 pct. af BNP i 2010. I 2014 og 2015 søgte et stort antal syriske flygtninge asyl i Danmark, og dette pressede de offentlige budgetter. I dette tilfælde blev der ikke erklæret exceptionelle omstændigheder, og flygtningeudgifter blev finansieret inden for de eksisterende saldogrænser. I 2020 blev Danmark og Europa ramt af covid-19, som har haft negative konsekvenser for de offentlige finanser helt frem til 2022. I 2022 brød der krig ud i Ukraine med heraf følgende flygtningestrømme til Danmark og stigende priser. I begge de sidstnævnte tilfælde er finanspolitikken lempet med henvisning til exceptionelle omstændigheder.

**Nye tiltag skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed**

Når der først er erklæret exceptionelle omstændigheder, så er det som nævnt muligt at gennemføre ikke-finansierede tiltag, der bringer underskuddet over grænsen. Det er dog en forudsætning, at tiltagene opfylder bestemte betingelser, som er formuleret i stabilitets- og vækstpagten. De formelle krav er, at nye ikke-finansierede tiltag samlet set skal

være væsentlige, direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed og midlertidige. Kravet om en væsentlig betydning for de offentlige finanser afspejler, at exceptionelle omstændigheder er forbeholdt store og usædvanlige kriser. Kravet om, at tiltag skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, afspejler, at der stadig bør være budgetdisciplin på de områder af de offentlige budgetter, som ikke er påvirket af den exceptionelle omstændighed. Det er for eksempel ikke muligt at begrunde klimainvesteringer med en sundhedskrise. Endelig indebærer kravet om midlertidighed, at der som udgangspunkt kun kan afviges fra grænsen for den strukturelle saldo i op til tre år.

#### KRAV UNDER EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

I beskrivelsen af reglerne i stabilitets- og vækstpagten er omtalt krav, der skal være opfyldt for, at udgifter kan tillades under en exceptionel omstændighed. Det gælder, at udgifterne, som besluttes, skal være en følge af en usædvanlig begivenhed udenfor statens kontrol, og udgifterne skal have en væsentlig betydning for de offentlige finanser. Det er dog ikke alle udgifter, der kan afholdes i tilfælde af en exceptionel begivenhed.

De formelle krav til nye udgifter under en exceptionel omstændighed er:

- De skal være direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed
- De skal være midlertidige.

#### Vanskeligt at vurdere om tiltag opfylder krav

Der er dog ingen nærmere definition af, hvad der forstås ved direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, og det kan blandt andet derfor være vanskeligt at vurdere, om kravene er overholdt. Det vil i praksis altid bero på et skøn, om et nyt tiltag er direkte knyttet til en exceptionel omstændighed, eller der er tale om afledte konsekvenser. Coronapandemien førte i foråret 2020 til politiske beslutninger om nedlukninger, der bidrog til en omfattende økonomisk krise. For at mindske konsekvenserne af krisen blev det besluttet at indføre en række hjælpepakker. Ideelt set burde disse være målrettet nedlukkede virksomheder, men i praksis var det vanskeligt hurtigt at designe målrettede hjælpepakker, hvorfor også virksomheder, der ikke var nedlukkede, blev omfattet af hjælpepakkerne. De generelle hjælpepakker var altså ikke fuldt ud direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed, men det var ikke muligt at designe et nyt tiltag, der var direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed inden for en kort tidsfrist.

## KRISETILTAGENE I 2020 TIL 2022

### Exceptionelle omstændigheder som følge af konjunktur i 2020

Tilbage i foråret 2020 blev der erklæret exceptionelle omstændigheder i både EU som helhed og i Danmark. De exceptionelle omstændigheder i EU blev erklæret først af EU-Kommissionen og tiltrådt af EU's ministerråd. Det skete med henvisning til konjunktursituationen. I Danmark erklærede både regeringen og formandskabet for De Økonomiske Råd også i foråret, at der var exceptionelle omstændigheder som følge af en lavkonjunktur, hvor der var udsigt til en negativ vækst i BNP. Den exceptionelle omstændighed var således en økonomisk krise udløst af en verdensomspændende pandemi.

### Sundhedskrise i 2021 og 2022 og krig i Ukraine i 2022

I løbet af 2021 forbedredes den økonomiske situation sig imidlertid væsentligt i Danmark, og både regeringen og formandskabet for De Økonomiske Råd mente, at den exceptionelle omstændighed i form af en økonomisk krise ophørte i løbet af 2021, men formandskabet vurderede, at der fortsat var en sundhedskrise, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. I foråret 2022 har Finansministeriet valgt at betegne krigen i Ukraine som en exceptionel omstændighed, og den økonomiske politik er i perioden blevet lempet uden finansiering med henvisning til udgifter knyttet til de særlige begivenheder.

### Under en lavkonjunktur er mange tiltag tilladte, ...

Det er et krav, at et tiltag, der gennemføres med henvisning til en exceptionel omstændighed, skal være direkte rettet mod begivenheden. Her er der forskel på, hvilke typer af tiltag der er rettet mod en begivenhed afhængigt af, om det er en dyb lavkonjunktur eller en mere specifik begivenhed. Under en dyb lavkonjunktur er aktiviteten i samfundet for lav. Her vil alle tiltag, der er med til at øge aktiviteten i samfundet, kunne betegnes som direkte rettet mod den økonomiske krise, selvom nogle tiltag vil være mere hensigtsmæssige i stabiliseringspolitikken end andre. Langt de fleste offentlige udgifter vil øge aktiviteten i Danmark. Det er kun nogle få typer udgifter som udviklingsbistand og EU-bidrag, der stort set ikke har en direkte virkning på aktiviteten i Danmark.

### ... mens rammerne er mere snævre under en mere specifik krise

Under de mere specifikke kriser som en sundhedskrise er rammerne for hvilke udgifter, der kan henføres til krisen, mere snævre. Eksempelvis ville et initiativ, der i 2020 gennemføres for at stimulere økonomien uden at have nævneværdig effekt på smitteudviklingen, kunne begrundes med den økonomiske krise i 2020, mens et tilsvarende tiltag ikke kan begrundes med sundhedskrisen i vinteren 2021-22.

### Tiltag under covid-19 opfyldte betingelserne

Tiltagene gennemført under covid-19 har opfyldt de formelle krav fra stabilitets- og vækstpagten til at kunne undtages for grænsen for den strukturelle saldo. Ideelt set kunne hjælpepakkerne have været designet som målrettede tiltag, men det var ikke muligt i praksis. Derimod er

det mere tvivlsomt om alle udgifter, der er foreslået med henvisning til krigen i Ukraine, opfylder kravene om at være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed og være midlertidige, jf. tabel II.8.

**TABEL II.8 GENNEMFØRTE TILTAG UNDER EXCEPTIONELLE BEGIVENHEDER**

Tiltagene under covid-19 var samlet set væsentlige, mens det stadig er uklart, hvor store udgifterne i forbindelse med krigen i Ukraine bliver. Størstedelen af tiltagene under covid-19 har været direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed og midlertidige.

Exceptionel omstændighed	Væsentlige	Direkte knyttet	Midlertidige
<i>Covid-19</i>	Ja		
Sundhedsudgifter		Ja	Ja
Generelle hjælpepakker		Delvist	Ja
Målrettede hjælpepakker		Ja	Ja
Minkkompensation		Ja	Ja
<i>Ukraine</i>	Ja		
Flygtninge		Ja	Ja
Våbenleverancer til Ukraine		Ja	Ja
Udstationering af tropper i Baltikum og Polen		Delvist	Nej
Andre stigninger i forsvarsudgifterne		Nej	Nej
Varmecheck		Nej	Ja

Anm.: Finansministeriet har ikke specificeret, hvor store udgifter der samlet set er forudsat undtaget fra saldo-grænsen i 2022, og der er heller ikke en fordeling på de underposter, der er vist i denne tabel.

**Uklart hvad der forstås ved en væsentlig betydning for offentlige finanser**

Der er et krav om, at en begivenhed skal have en væsentlig betydning for de offentlige finanser for, at den kan betegnes som exceptionel. I EU-Kommissionens beskrivelse af exceptionelle omstændigheder er der imidlertid ikke nogen definition af, hvor store udgifter der skal til for, at de kan betegnes som væsentlige. I beskrivelsen af engangsforhold fremgår, at et engangsforhold skal udgøre mindst 0,1 pct. af BNP for at kunne betegnes som væsentligt.<sup>19</sup> Det er muligt, at der er det samme

19) Engangsforhold er midlertidige forhold, der har en midlertidig effekt på den faktiske og strukturelle offentlige saldo uden, at det medfører en permanent effekt. Engangsforhold kan være et resultat af politiske beslutninger, og de kan derfor være inden for statens kontrol modsat exceptionelle omstændigheder. Engangsforhold kan have såvel en positiv som en negativ betydning for de offentlige finanser i et givet år. Udbetaling af efterlønsbidraget er et eksempel på et engangsforhold, der i året, hvor de blev udbetalt, svækkede saldoen, mens beskattningen af udbetalingen af de indfrosne feriepenge styrkede saldo i de år, hvor de blev udbetalt.

krav til størrelsen af udgifter i forbindelse med exceptionelle omstændigheder, men det er ikke specificeret i reglerne for stabilitets- og vækstpagten.

**Covid-19 var en væsentlig krise, ...**

Covid-19 påvirkede de offentlige finanser væsentligt i form af en lavkonjunktur og sundhedskrise med efterfølgende nedlukninger af del af samfundet. De gennemførte tiltag i form af højere sundhedsudgifter, hjælpepakker mv. har ifølge Finansministeriets opgørelser udgjort ca. 100 mia. kr. over de tre år 2020-22, jf. figur II.49. Et krav om finansiering ville kræve væsentlige besparelser eller skattestigninger, som ikke ville have været hensigtsmæssige eller mulige.

**... men mindre effekt af Ukraine-krig på offentlige finanser**

Der er stadig stor usikkerhed om de samlede udgifter til flygtninge fra Ukraine, mens udgifterne til blandt andet varmecheck blandt andet afhænger af, hvor store kompensationsordninger Folketinget beslutter. Der er foreløbigt besluttet ufinansierede udgifter på 1 mia. kr. til varmecheck og 3½ mia. kr. til øgede forsvarsudgifter i 2022.<sup>20</sup> Hertil kommer ekstra udgifter til flygtninge, hvor udgifterne i 2022 afhænger af antallet af ukrainske flygtninge. De samlede udgifter må med de aktuelle skøn for antallet af flygtninge formodes at overstige 0,1 pct. af BNP.

**Udgifter til covid-19 frem til foråret 2022 var direkte knyttet til pandemien**

Der har været afholdt udgifter på omkring 100 mia. kr. i forbindelse med covid-19. Det afspejler blandt andet udgifter til test, vaccinationer og hjælpepakker. Udgifterne har været direkte knyttet til krisen, og givet sundhedskrisen må karakteriseres som afsluttet i starten af foråret 2022, så har de også vist sig at være midlertidige.

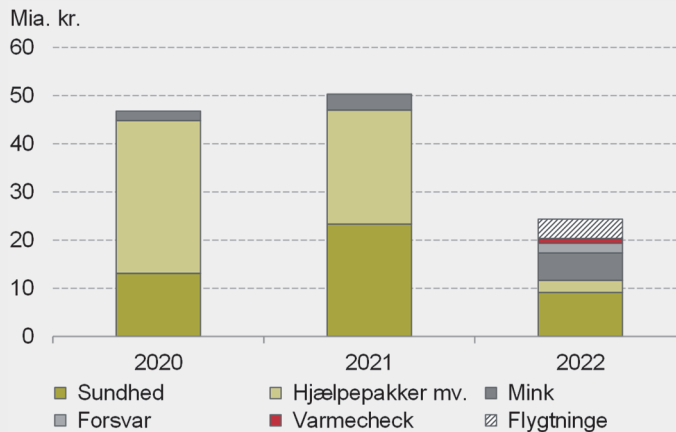
**Forøgede sundhedsudgifter fremadrettet vil som udgangspunkt ikke være exceptionelle**

Det kan ikke udelukkes, at der også fremadrettet vil være udgifter knyttet til håndtering af nye varianter af covid-19. Det kan eksempelvis være, hvis der bliver behov for løbende at genvaccinere befolkningen i de kommende år. En løbende genvaccination af befolkningen vil ikke kunne betragtes som en exceptionel udgift, men må betragtes som en udgift på linje med influenzavaccinationsprogrammet. Tilsvarende vil et eventuelt forøget pres på de medicinske afdelinger som følge af sæsonmæssigt tilbagevendende covid-19-epidemier også skulle håndteres indenfor de generelle rammer for det offentlige forbrug.

20) Af de 3½ milliard i ekstra forsvarsudgifter er det forudsat, at 1½ vil være under udgiftsloftet for statslige driftsudgifter, mens 2 mia. kr. er udenfor udgiftslofter. Det kan indikere, at Finansministeriets kun vil fortolke de sidste 2 mia. kr. som direkte knyttet til krigen i Ukraine.

**FIGUR II.49 KRISETILTAG 2020-22**

Der er undtaget udgifter knyttet til covid-19 og krigen i Ukraine fra grænsen for den strukturelle saldo på ca. 120 mia. kr. i de seneste tre år.



Anm.: I figuren er medtaget de beløb, Finansministeriet korrigerer for i forbindelse med vurderingen af, om den strukturelle saldo overholder saldogrænsen. Der har været andre krisetiltag under covid-19 til blandt andet ekstra offentlige investeringer, som Finansministeriet ikke har undtaget fra de normale saldogrænser. For Ukraine-krigen er medtaget 2 mia. kr. i forsvarsudgifter, der holdes uden for udgiftslofter og antages at være Finansministeriets bud på, hvad der kan undtages fra underskudsgrænsen. Der er 1 mia. kr. fra udvidelsen af varmechecken i marts 2022. De samlede udgifter til flygtninge er forbundet med stor usikkerhed, da de afhænger af antallet, der søger til Danmark, og er derfor skraveret i figuren.

Kilde: Finansministeriet, *Danmarks Konvergensprogram 2022, Forslag til lov om ændring af udgiftslofter som følge af aftale om nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik m.v.* og Klima-, Energi og Forsyningsministeriet, *Tillægsaftale om målrettet varmecheck.*

**Hjælpepakker under covid-19 knyttet til exceptionel omstændighed**

De generelle hjælpepakker var særligt i starten meget store, og statens udgifter til hjælpepakker mv. er opgjort til knap 60 mia. kr. i 2020 til 2022. De generelle hjælpepakker blev gennemført med henvisning til nedlukningerne og den økonomiske tilbagegang, der var udsigt til, da pandemien brød ud. De generelle hjælpepakker var ikke afgrænset til virksomheder, der var tvangslukkede af hensyn til at nedbringe kontakten i samfundet, hvilket delvist skyldtes, at det var vanskeligt at designe målrettede hjælpepakker.



**Udgifter til mink adskiller sig fra de øvrige udgifter**

Beslutningen om at aflive alle mink i Danmark blev truffet som følge af sundhedskrisen. En beslutning om at aflive alle mink ville imidlertid havde så store økonomiske konsekvenser for de enkelte minkavlere, hvis det ikke var valgt at yde en statslig kompensation, at staten kunne risikere at have tabt en retssag. Ifølge EU's retningslinjer er det muligt at undtage udgifter som en konsekvens af tabte retssager fra vurderingen af, om et land overholder saldo grænserne. Derfor kan kompensationen til minkavlerne undtages fra den strukturelle saldo, uanset om de er en konsekvens af en exceptionel omstændighed eller ej.

**De aftalte udgifter henvendt til krigen i Ukraine er langt mindre end udgifter til covid-19**

Der hersker aktuelt stor usikkerhed om, hvor store de samlede udgifter i forbindelse med krigen i Ukraine vil blive. Det vil i høj grad afhænge af, hvor mange flygtninge der kommer til Danmark, og hvor længe de bliver i landet. De øvrige udgifter, der er aftalt ufinansieret med henvisning til krigen, er forholdsvis små, idet er indtil videre blot er undtaget forsvarsudgifter på 2 mia. kr. og en varmecheck på 1 mia. kr.

**Forøgelsen af andre forsvarsudgifter er ikke midlertidige**

Det er i det nationale kompromis om dansk sikkerhedspolitik besluttet gradvist at hæve forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP i 2033. Der er altså tale om permanente udgifter, der vil kræve en langsigtet finansiering. Det er også aftalt i det nationale kompromis, at de øgede forsvarsudgifter skal holdes inden for rammen af budgetloven, hvor underskudsgrænsen ændres fra ½ til 1 pct. af BNP. På kort sigt er det imidlertid besluttet at øge forsvarsudgifterne i 2022 med 3½ mia. kr. ufinansieret med henvisning til Ukraine-krigen. Det svækker den offentlige saldo og den strukturelle saldo i år. Der er tre typer af nye forsvarsudgifterne i 2022 i form af våbenudgifter til Ukraine, udgifter til udstationering af tropper i Baltikum og Polen og øvrige stigninger i forsvarsudgifterne. Permanente udgifter skal som udgangspunkt affholdes indenfor saldo grænserne, og hovedparten af de ekstra forsvarsudgifter har langvarig eller permanent karakter. *Nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik* øger de danske samlede forsvarsudgifter permanent, mens en udstationering af tropper i Baltikum kan blive af langvarig karakter. Derimod er udgifter til våbenleverancer til Ukraine forhåbentligt af midlertidig karakter.

**Varmecheck er kun indirekte knyttet til krigen i Ukraine**

Krigen i Ukraine medfører stigende energipriser. De stigende energipriser er dog kun delvist en følge af krigen i Ukraine, da prisen på el og gas allerede var steget før krigsudbruddet. Den første aftale om en varmecheck (der var finansieret) blev da også indgået før krigsudbruddet. Historisk har der været flere store udsving i energipriserne, som har haft forskellige årsager. Når der har været jævnlige udsving i energipriserne er det ikke oplagt at benævne højere energipriser som en usædvanlig begivenhed. Samtidig må beslutningen om en varmecheck til lavindkomst familier opfattes som en fordelingspolitisk beslutning.

Det er en legitim politisk prioritering at beslutte en varmecheck til udvalgte grupper, men det er en beslutning, der er indenfor statens kontrol og ikke direkte knyttet til udefra kommende forhold.

**Udgifter til flygtninge tidligere betegnet som exceptionelle**

EU-Kommissionen har tidligere vurderet, at den store tilstrømning af flygtninge fra Syrien i 2015 kunne opfattes som en exceptionel omstændighed. Der er altså præcedens for at betegne ankomsten af et stort antal flygtninge som en exceptionel omstændighed i EU. Danmark betegnede dog som nævnt ikke de syriske flygtninge som en exceptionel begivenhed, men det udelukker ikke, at de ukrainske flygtninge kan udgøre en exceptionel omstændighed.

### **DISKUSSION AF PRAKSIS**

**Danmark har været ramt af kriser i tre år, ...**

Covid-19 var en meget stor krise, som krævede en hurtig og stor finanspolitisk respons. Ukraine-krigen er også en meget speciel situation, som blandt andet påvirker Danmark gennem en stigning i antallet af flygtninge. Begge kriser er kommet udefra og har været uden for de europæiske staters kontrol. De indebærer også udgifter af en størrelse, der kan betegnes som væsentlige for de offentlige finanser. Betingelserne for at betegne dem som exceptionelle omstændigheder er altså opfyldt.

**... men nogle tiltag er kun indirekte knyttet til krisen**

Det vil dog være relevant at diskutere, hvordan man nærmere afgrænser tiltag, som kan gennemføres som reaktion på den ekstraordinære omstændighed, og hvordan tiltagene mere præcist begrundes med reference til reglerne i stabilitets- og vækstpakten. Langt de fleste udgifter, der indtil nu har været afholdt med henvisning til exceptionelle omstændigheder, har været af midlertidig karakter og opfylder derved denne forudsætning i stabilitets- og vækstpakten. Det er derimod ikke alle tiltag, der har været direkte knyttet til den exceptionelle omstændighed. Kompensationer til husholdninger for højere energipriser er kun indirekte knyttet til Ukraine-krigen, og den konkrete størrelse af kompensationerne er udtryk for en politisk prioritering. Det er umuligt at forudsige, hvilke kriser Danmark rammes af fremover. Men efter tre år med exceptionelle omstændigheder bør det diskuteres, hvad der er det begrænsende princip i forhold til budgetloven.

## II.8

## VURDERINGER OG ANBEFALINGER

### FINANSPOLITIKKEN BØR IKKE VÆRE LEMPELIG

Højt aktivitetsniveau i dansk økonomi før krigen i Ukraine ...

Aktivitetsniveauet i dansk økonomi var højt ved indgangen til året. Produktion og beskæftigelse steg kraftigt gennem 2021, og i begyndelsen af 2022 var beskæftigelsen ca. 3¼ pct. over det strukturelle niveau. Udsigt til begyndende konjunkturalisering, nedskalering af coronainsatsen samt uventet høj inflation trak i retning af afdæmpet vækst allerede forud for Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar. Krigen forstærker imidlertid de negative impulser til væksten betydeligt, og på denne baggrund forventes omtrent stilstand i dansk økonomi gennem året og svag vækst i 2023. Prognosen indebærer, at der fortsat skønnes at være pres på økonomiens kapacitetsgrænser med et beskæftigelsesgap i 2023 på ca. 1¼ pct.

... og derfor burde finanspolitikken have været strammere

Finanslovsforslaget for 2022 indebar en lempelse af finanspolitikken set i forhold til niveauet før pandemien, dvs. finanspolitikken i 2019. Finanspolitikken bidrager dermed til at øge efterspørgselspresset, hvilket vurderes at være uhensigtsmæssigt set i lyset af det høje aktivitetsniveau og positive konjunkturudsigter, der var i begyndelsen af året – i stedet burde finanspolitikken have bidraget til at dæmpe efterspørgselspresset, jf. også anbefalingen i *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

Udgifter til vacciner, varmecheck, forsvar og flygtninge har lempet finanspolitikken efter finansloven

Efter finanslovsforslaget har der været flere finanspolitiske tiltag: I begyndelsen af året blev udgifterne til test og vaccine øget, efter krigsudbruddet i Ukraine er det besluttet at udbetale varmecheck, der er bevilget et løft i forsvarsudgifterne, og endelig indebærer tilstrømningen af flygtninge et endnu ukendt løft i de offentlige udgifter. De allerede vedtagne merudgifter er hovedsageligt ufinansierede, og dermed lempes den i forvejen lempelige finanspolitik yderligere.

Trods svækkede vækstudsigter vurderes finanspolitikken at være for lempelig

Samlet skønnes finanspolitikken at øge aktivitetsniveauet i 2022 med ca. 1¼ pct. i forhold til 2019. Fra 2022 til 2023 skønnes en aktivitetsseffekt på ca. ¼ pct., primært som følge af tilbagebetalingen af ejendoms-skatter i 2023. Selvom krigen i Ukraine og den stigende inflation udgør en negativ impuls til væksten og øger usikkerheden, er der udsigt til en fortsat høj beskæftigelse, som også i 2023 vil befinde sig klart over det strukturelle niveau. Det er derfor fortsat vurderingen, at finanspolitikken burde være strammere, end den aktuelt ser ud til at blive.

**Højere udgifter bør finansieres, så efterspørgselspres ikke øges**

Aktuelt forhandles endvidere om en forhøjelse af ældrechecken. Det er et politisk valg, om udvalgte grupper skal tilgodeses. Ud fra en samfundsøkonomisk vurdering bør øgede udgifter i den nuværende situation dog finansieres på en måde, der sikrer, at det samlede efterspørgselspres ikke øges. Det er derfor positivt, at der nu lægges op til at finde en egentlig finansiering af ekstra udgifter. En øget efterspørgsel som følge af ufinansierede løft i udgifterne vil formentlig kun have en begrænset effekt på inflationen på helt kort sigt, men afledte effekter af det øgede pres på arbejdsmarkedet kan bidrage til at øge såvel inflationen som inflationsforventningerne. Opstår der forventninger om yderligere ufinansierede kompensationer, øges risikoen for, at inflationsforventningerne drives op, og omkostningerne ved at bringe forventningerne ned igen kan blive betydelige.

**Lavere saldo-grænse bør ikke føre til lempelser**

Finanspolitikken for 2023 planlægges først i detaljer med forslaget til finanslov. Med den aktuelle vurdering af konjunktursituationen vurderes finanspolitikken for 2023, der er præsenteret i *Økonomisk Redegørelse, maj 2022*, dog at være til den lempelige side. Den 1. juli sænkes grænsen i budgetloven til et underskud på 1 pct. af BNP, jf. nedenfor. Den lavere saldo-grænse bør imidlertid ikke anvendes til at lempe finanspolitikken i den nuværende situation. Presset på arbejdsmarkedet er aktuelt bredt funderet, og øgede offentlige udgifter risikerer at øge presset. Byggeriet er blandt de brancher, hvor beskæftigelsesfremgangen siden 2019 er særlig høj, og øget byggeaktivitet i form af offentlige investeringer vil dermed i særlig grad øge kapacitetspresset, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

**Fremskyndelse af grøn omstilling kan øge pres på arbejdsmarkedet**

De høje priser på fossile brændsler kan medvirke til at fremskynde den grønne omstilling. En hurtigere grøn omstilling risikerer at øge presset markant på dele af arbejdsmarkedet, som allerede står overfor et højt efterspørgselspres. Dette understreger vigtigheden af, at finanspolitikken generelt ikke bør øge efterspørgslen efter samme type arbejdskraft; snarere bør finanspolitikken virke til at dæmpe den.

### **OVERSKRIDELSE AF SALDOGRÆNSE I 2022 KAN TILSKRIVES COVID-19-TILTAG**

**Underskud på den strukturelle saldo er større end ½ pct. af BNP i 2022, ...**

Det strukturelle underskud vurderes i år at blive på 0,6 pct. af BNP, og der er dermed udsigt til en lille overskridelse af den gældende grænse i budgetloven, som frem til 1. juli 2022 stadig er -½ pct. af BNP. Der er tale om en forværring af den strukturelle saldo på 0,5 pct. af BNP siden *Dansk Økonomi, efterår 2021*, hvor formandskabet vurderede finanslovsforslaget. Svækkelsen af den strukturelle saldo skyldes helt overvejende, at finanspolitikken er lempet siden forslaget til finanslov. Det

er umiddelbart kun tilladt at svække den strukturelle saldo ned under grænsen i budgetloven, hvis de finanspolitiske lempelser kan tilskrives exceptionelle omstændigheder.

**... men  
overskridelsen er  
tilladt, fordi den kan  
tilskrives covid-19**

En væsentlig del af de finanspolitiske lempelser indtil videre er knyttet til udgifter til håndtering af covid-19. Ifølge Finansministeriet har udgifter til test, vaccinationer mv. svækket den strukturelle saldo med ca. 0,5 pct. af BNP i år. Håndtering af covid-19 i starten af året vurderes at være knyttet til en exceptionel omstændighed i form af en sundhedskrise, og derfor vurderes det, at overskridelsen af grænsen for den strukturelle saldo kan henføres til en exceptionel omstændighed.

**Krigen i Ukraine  
kan opfattes som  
en ny exceptionel  
omstændighed, ...**

Som nævnt ovenfor er der efter finanslovens fremlæggelse også gennemført en række ufinansierede tiltag, som er begrundet med krigen i Ukraine: Det er besluttet at øge forsvarsudgifterne med 3½ mia. kr., og der er aftalt en ufinansieret varmecheck på 1 mia. kr. Dertil kommer et endnu ukendt løft i de offentlige udgifter til flygtninge. Regeringen har argumenteret for, at disse udgifter også kan undtages fra grænsen for den strukturelle saldo med henvisning til, at krigen i Ukraine kan opfattes som en exceptionel omstændighed. Formandskabet er enig i, at krigen i Ukraine kan opfattes som en exceptionel omstændighed.

**.. men udgifter til  
varmecheck mv.  
bør ikke undtages  
fra saldogrænsen**

For at kunne undtage udgifter fra grænsen for den strukturelle saldo skal udgifterne imidlertid både være direkte knyttet til den exceptionelle begivenhed og være midlertidige. Formandskabet vurderer, at den del af de øgede udgifter, der går til nødhjælp og våbenleverancer til Ukraine samt udgifter til flygtninge i Danmark, kan betegnes som både midlertidige og direkte knyttet til krigen i Ukraine. Andre dele af de højere forsvarsudgifter, herunder udstationering af flere soldater i Baltikum, vil formentlig være en del af et permanent løft, og formandskabet vurderer derfor ikke, at disse kvalificerer til at blive undtaget fra budgetlovens underskudsgrænse. Tilsvarende vurderer formandskabet, at varmechecken er udtryk for et fordelingspolitisk valg, som kun indirekte er knyttet til krigen i Ukraine. Udgifter til kompensation for højere energipriser bør efter formandskabets vurdering derfor ikke opfattes som exceptionelle i budgetlovens forstand.

**Regler og praksis  
for exceptionelle  
omstændigheder  
bør diskuteres, når  
budgetlov skal  
revideres**

Et hovedformål med budgetloven er at sikre troværdighed om de offentlige finanser. Loven skal derfor sikre overholdelse af saldogrænsen, men samtidig give en vis fleksibilitet i tilrettelæggelsen af finanspolitikken. Netop behovet for fleksibilitet er baggrunden for budgetlovens regler om exceptionelle omstændigheder, der indebærer, at budgetbegrænsningen for dele af statsbudgettet kan ophæves midlertidigt. Det er ikke muligt at definere reglerne for en kommende krise præcist i budgetloven. Det er imidlertid oplagt, at argumenterne bør være klare

og velbegrundede for at erklære exceptionelle omstændigheder. Regler og praksis for exceptionelle omstændigheder bør derfor diskuteres i forbindelse med en kommende revision af budgetloven.

### HENSIGTSMÆSSIGT AT SÆNKE UNDERSKUDSGRÆNSEN

**Aftale om en underskudgrænse på 1 pct. af BNP i budgetloven**

Et flertal i Folketinget har indgået en aftale om et nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik. Som en del af aftalen er partierne enige om at revidere budgetloven med henblik på at ændre underskudsgrensen for den strukturelle saldo til 1 pct. af BNP, hvor den hidtidige grænse i budgetloven er ½ pct. af BNP. Endvidere er partierne enige om, at det vil være hensigtsmæssigt at sigte efter et offentligt underskud på omkring ½ pct. af BNP i 2030.

**Gode argumenter for at sænke underskudsgrensen**

Formandskabet har tidligere vurderet, at der er gode argumenter for at sænke budgetlovens underskudsgrense til 1 pct. af BNP, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2021*. Vurderingen bygger for det første på, at finanspolitikken med de nuværende beregningsforudsætninger vurderes at være mere end holdbar. Dertil kommer, at en lavere underskudsgrense i en situation med udsigt til en demografisk betinget stigning i det offentlige underskud mindsker risikoen for, at der opstår behov for at gennemføre stramninger af finanspolitikken alene ud fra hensynet om at overholde underskudsmålet. Med forudsætningerne i denne prognose er den strukturelle saldo et stykke over den kommende underskudsgrense hele vejen frem til 2030.

**Udsigt til at et underskudsmål i 2030 på ½ pct. af BNP kan overholdes**

Konkret indebærer fremskrivningen, at der er udsigt til et underskud på den strukturelle saldo i 2030 på ca. ¼ pct. af BNP, når det offentlige forbrug følger et demografi- og velstandskorrigeret forløb fra 2025 til 2030. Der er altså umiddelbart udsigt til, at den kommende underskudsmålsætning på ½ pct. af BNP kan realiseres uden behov for besparelser, skattestigninger eller nye reformer.

**Stigende forsvarsudgifter vil kræve skarpe prioriteringer**

Aftalen om dansk sikkerhedspolitik indebærer imidlertid et løft af forsvarsudgifterne til 2 pct. af BNP i 2033. Af aftalen fremgår det ikke tydeligt, hvordan de øgede forsvarsudgifter skal finansieres. Hvis den aftalte vækst i forsvarsudgifterne skal forenes med den kommende saldomålsætning i 2030, kan det blive nødvendigt at reducere væksten i det offentlige forbrug ekskl. forsvarsudgifter i forhold til det beregnings-tekniske forløb, gennemføre reformer eller hæve skatterne. Det må derfor forventes, at de kommende år vil være præget af markante prioriteringsdiskussioner om behovet for at gennemføre reformer, der kan øge råderummet.

**Implikationerne af nationalt kompromis burde have været bedre belyst**

I lyset heraf er det derfor positivt, at regeringen har annonceret, at den til efteråret vil fremlægge en 2030-plan. Det ville dog have været hensigtsmæssigt, hvis konsekvenserne af aftalen for finanspolitikken af det nationale kompromis var bedre belyst ved indgåelsen af aftalen. Det kunne have bidraget til en større forståelse af konsekvenserne både før og efter 2030.

## LITTERATUR

Bachmann, R., D. Baqaee, C. Bayer, M. Kuhn, A. Löschel, B. Moll, A. Peichl, K. Pittel og M. Schularick (2022): What if? The Economic Effects for Germany of a Stop of Energy Imports from Russia. Policy Brief No. 28. ECONtribute.

Beckmann, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, N. Sonnenburg og U. Stolzenburg (2022): Inflation expectations: quo vadis? Publikation til Europa-Parlamentets økonomi- og valutaudvalg.

Bernanke, B.S., M. Gertler og M. Watson (1997): Systematic Monetary Policy and the Effects of Oil Price Shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1997(1).

Beskæftigelsesministeriet (2020): Aftale om en ny ret til tidlig pension. *Aftaletekst*.

Blanchard, O. (2018): Should We Reject the Natural Rate Hypothesis? *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), s. 97-120.

Candia, B., O. Coibion og Y. Gorodnichenko (2020): Communication and the Beliefs of Economic Agents. NBER Working Paper No. 27800.

Candia, B., O. Coibion og Y. Gorodnichenko (2021): The macroeconomic expectations of firms. Arbejdsrapport. Udkommer i: *Handbook of Economic Expectations*.

Carvalho, V.M., M. Nirei, Y.U. Saito og A. Tahbaz-Salehi (2021): Supply chain disruptions: Evidence from the great east japan earth-quake. *Quarterly Journal of Economics*, 136(2), s. 1255-1321.

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

Chepeliev, M., T. Hertel og D. Mensbrugghe (2022): Cutting Russia's Fossil Fuel Exports: Short-Term Pain for Long-Term Gain. Working Paper No. 91. GTAP.

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



Coibion, O., D. Georganakos, Y. Gorodnichenko og M. van Rooij (2021a): How Does Consumption Respond to News About Inflation? Field Evidence from a Randomized Control Trial. NBER Working Paper No. 26106. Udkommer i: *American Economic Journal: Macroeconomics*.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og M. Weber (2021b): Monetary Policy Communications and the Effects on Household Inflation Expectations. NBER Working Paper No. 25482. Udkommer i: *Journal of Political Economy*.

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

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

Danmarks Nationalbank (2022a): Pres på arbejdsmarkedet under pandemien. Economic Memo (2).

Danmarks Nationalbank (2022b): Stor appetit på realkreditlån med variabel rente. *Bank og realkredit, balancer, marts 2022*.

Danmarks Nationalbank (2022c): Højere gaspriser kan føre til lavere boligpriser i dele af landet. Economic Memo (4).

Danmarks Nationalbank (2022d): Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne. *Udsigter for dansk økonomi – marts 2022*.

Danmarks Nationalbank (2022e): Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten. *Monetære og finansielle tendenser – marts 2022*.

Danmarks Statistik (2022a): 412.000 boliger opvarmes med naturgas. *Nyt fra Danmarks Statistik* (124). 8. april 2022.

Danmarks Statistik (2022b): Danskernes nettoformue steg med 1.929 mia. kr. *Nyt fra Danmarks Statistik* (114). 31. marts 2022.

Danmarks Statistik (2022c): Forbrugertilliden falder fortsat. *Nyt fra Danmarks Statistik* (136). 21. april 2022.

Danmarks Statistik (2022d): Naturgaskunder har en højere medianindkomst end gennemsnittet. *Bag Tallene*. 16. maj 2022.

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

De Økonomiske Råds formandsskab (2020): Den økonomiske situation og den økonomiske politik i lyset af coronakrisen. Prognoseopdatering. Juni 2020.

De Økonomiske Råds formandsskab (2021a): *Dansk Økonomi, efterår 2021*.

De Økonomiske Råds formandsskab (2021b): *Økonomi og Miljø, 2021*.

De Økonomiske Råds formandsskab (2022): *Produktivitet, 2022*.

Doepke, M. og M. Schneider (2006): Aggregate implications of wealth redistribution: the case of inflation. *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3), s. 493-502.

Domash, A. og L.H. Summers (2022): How Tight are U.S. Labor Markets? NBER Working Paper No. 29739.

ECB (2017): What can recent developments in producer prices tell us about pipelines pressures? *Economic Bulletin*, 2017(3).

ECB (2022a): *ECB staff macroeconomic projections for the euro area*. Marts 2022.

ECB (2022b): What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff? *Economic Bulletin*, 2022(3).

EU-Kommissionen (2022): Russian invasion tests EU economic resilience. *European Economic Forecast Spring 2022*. Maj 2022.

Finansministeriet (2022a): En ny reformpakke for dansk økonomi. *Aftaletekst*.

Finansministeriet (2022b): Forslag til lov om ændring af udgiftslofter som følge af aftale om nationalt kompromis om dansk sikkerhedspolitik m.v. (L 197).

Finansministeriet (2022c): *Økonomisk Redegørelse, maj 2022*.

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

Ha, J., M.A. Kose og F. Ohnsorge (2022): Today's inflation and the Great Inflation of the 1970s: Similarities and differences. VoxEU artikel. CEPR.

IEA (2021): *World Energy Balances: Overview*. August 2021.

IEA (2022): IEA confirms individual contributions to collective action to release oil stocks in response to Russia's invasion of Ukraine. Pressemeddelelse. 1. marts 2022. [www.iea.org](http://www.iea.org).

IMF (2022): *World Economic Outlook*. April 2022.

Jordá, O., 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.

Klima-, Energi og Forsyningsministeriet (2022): Tillægsaftale om målrettet varmecheck. *Stemmeaftale*.

Kuchler, A. og C.N. Jørgensen (2017): Non-parametric Estimation of Marginal Propensities to Consume: The Case of Regression Splines. Working Paper No. 112. Danmarks Nationalbank.

Lange, K. (2019): Boligforligets betydning for prisen på ejerboliger. Notat fra Folketingets økonomiske konsulenter til Finansudvalget.

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.

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

Rockwool Fonden (2022): Læren af 40 års dansk integrationspolitik for flygtninge. Nyt fra RFF. Marts 2022.

Verdensbanken (2022): War in the Region. *Europe and Central Asia Economic Update*. Marts 2022.

Zachmann, G., G. Sgaravatti og B. McWilliams (2022): European natural gas imports. Bruegel datasæt. Opdateres løbende. Senest tilgået 16. maj 2022 med data til og med 11. maj 2022.

