

# Udsigt til en stabil prisudvikling i dansk økonomi

Beskæftigelsen i Danmark er fortsat med at stige, men uden tegn på, at presset på arbejdsmarkedet er taget yderligere til det seneste år. De kommende år er der udsigt til, at lønstigningerne aftager på grund af mindre pres på arbejdsmarkedet og en markant lavere inflation i forhold til for et par år siden. Lavere lønstigninger vil bidrage til at sikre en stabil prisudvikling. Der er dog stadig et vist pres på arbejdsmarkedet, og det er afgørende, at lønstigningerne kommer ned fra de nuværende høje niveauer, da de ikke er forenelige med en lav, stabil inflation på sigt. I den nuværende situation med fortsat høje lønstigninger og et vist pres på arbejdsmarkedet, herunder en lav ledighed, er det ikke et godt tidspunkt at lempe finanspolitikken i det omfang, som foreslås i regeringens udspil til finansloven 2025.

## Kontakt

**Teis Hald Jensen**  
Kommunikations- og presserådgiver  
tehj@nationalbanken.dk  
+45 3363 6066

## Tidsforbrug

57 sider



### Dansk økonomi er i mild fremgang med stigende beskæftigelse

Der er tegn på mild fremgang i aktiviteten i flere dele af dansk økonomi, hjulpet på vej af global vækst og reallønsstigninger. Beskæftigelsen er fortsat med at stige, og der er stadig et vist pres på arbejdsmarkedet. Inflationen er faldet over sommeren og er aktuelt lav, men forventes at stige lidt den kommende tid.



### Udsigt til balanceret vækstforløb og stabil prisudvikling

Der er udsigt til et balanceret vækstforløb, hvor presset i dansk økonomi forventes at være i overensstemmelse med en stabil prisudvikling, men med et vist pres på arbejdsmarkedet. Lønstigningerne skønnes at komme ned efter et par år med høje stigninger. Under forudsætning af at lønstigningerne kommer ned, forventes inflationen at stabilisere sig omkring 2 pct.



### Det er ikke et godt tidspunkt at lempe finanspolitikken i det omfang, som regeringen foreslår

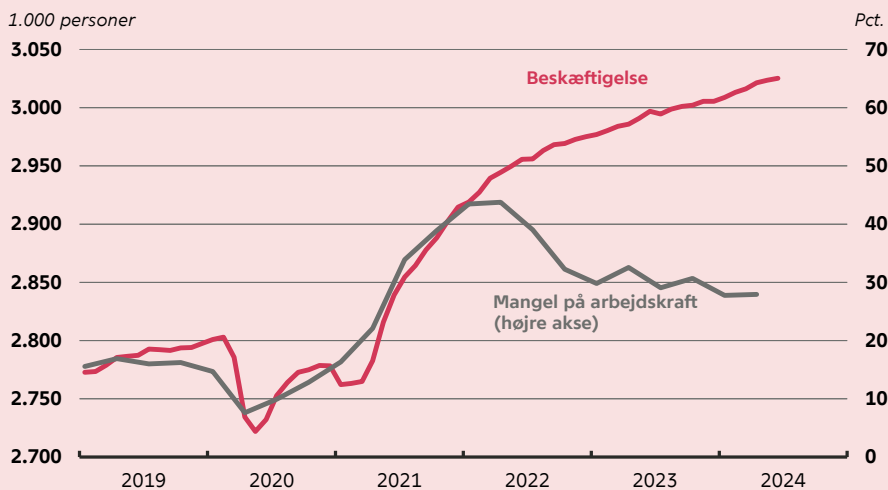
I den nuværende situation med fortsat høje lønstigninger og et vist pres på arbejdsmarkedet, herunder en lav ledighed, er det ikke et godt tidspunkt at lempe finanspolitikken i det omfang, som foreslås i regeringens udspil til finansloven 2025.

## Hvorfor er det vigtigt?

Nationalbanken overvåger løbende dansk økonomi for at leve op til vores formål om at sikre stabile priser. Derfor laver vi konjunkturvurderinger og makroøkonomiske prognoser for at få det bedste grundlag for at vurdere, om der er ved at blive opbygget samfundsøkonomiske ubalancer som fx den seneste tids meget høje inflation. Da Nationalbankens renter er forbeholdt til at styre kronkursen, er det vigtigt, at den øvrige økonomiske politik er rettet mod at sikre en stabil økonomi – derfor giver vi anbefalinger til fx finanspolitikken.

Denne analyse er desuden suppleret af en temaanalyse, som går i dybden med den seneste udvikling på boligmarkedet.

## Hovedfigur: Beskæftigelsen stiger, uden at der er tegn på tiltagende pres på arbejdsmarkedet



Anm.: Lønmodtagerbeskæftigelsen. *Mangel på arbejdskraft* er sammenvæjet ved et vægtet gennemsnit af andelen i industri, byggeri og service. Vægtene svarer til branchernes andel af beskæftigelsen.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.



## Emner

Udsigter for dansk økonomi

Dansk økonomi

Økonomisk politik

Økonomisk aktivitet

Inflation og prisudvikling

Arbejdsmarked

# 01

## Kort fortalt

### Tegn på mild fremgang i dansk økonomi

Den indenlandske efterspørgsel har været svag de seneste år, men der er igen visse tegn på, at aktiviteten flere steder i dansk økonomi er i mild fremgang. Den samlede vækst holdes fortsat oppe af medicinalindustrien.

### Dansk økonomi forventes at være i en omtrent neutral konjunktursituation de kommende år

Moderat global vækst og reallønsfremgang giver grobund for et balanceret vækstforløb. Kapacitetspresset i dansk økonomi vurderes at være i overensstemmelse med en stabil prisudvikling de kommende år.

### Inflation omkring 2 pct.

Inflationen i dansk økonomi er aftaget betydeligt. Under forudsætning af at lønstigningstakten kommer ned, er der udsigt til en stabil prisudvikling med en inflation omkring 2 pct. de kommende år. Inflationen løftes aktuelt af indenlandske forhold.

### Flere i beskæftigelse uden øget pres

Fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat, men uden at presset er taget til det seneste år. Der er dog stadig et vist pres på arbejdsmarkedet. Fremgangen i beskæftigelsen forventes at fortsætte i et lavere tempo, der i større grad er i tråd med aktiviteten i den indenlandske del af økonomien.

### Udsigt til lavere lønstigninger

Lønstigningerne er aktuelt høje, men i tråd med de aftalte lønstigninger, der blev aftalt i kølvandet på en periode med høj inflation og udbredt pres på arbejdsmarkedet. Med udgangspunkt i det aktuelle pres på arbejdsmarkedet og lav inflation er der udsigt til lavere lønstigninger de kommende år.

### Risikobillede præget af især geopolitik og høje lønstigninger

Risikobilledet er balanceret. Geopolitisk uro og svagere global vækst kan afspore fremgangen i dansk økonomi. Pres på arbejdsmarkedet kan blusse op igen og resultere i, at lønstigningerne ikke kommer ned.



**Dansk økonomi forventes at være i en omtrent neutral konjunktursituation gennem prognosen**

### Centrale økonomiske størrelser

Vækst i forhold til året før, pct.	2023	2024*	2025*	2026*
BNP (realt)	2,5	2,1	2,3	1,5
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.202	3.235	3.248	3.256
Ledighed, brutto, 1.000 personer	83	87	88	89
Betalingsbalance, pct. af BNP	9,8	10,0	9,7	9,2
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,3	3,0	2,0	1,6
Huspriser <sup>1</sup>	-2,6	3,3	3,2	3,2
Forbrugerpriser	3,4	1,3	2,1	1,8
Kerneinflation	5,9	1,5	2,1	1,8
Timeløn <sup>2</sup> (industrien)	4,2	5,7	3,9	3,4

<sup>1</sup> Nominelle priser på enfamiliehuse.

<sup>2</sup> Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.

Anm.: \* angiver prognose.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## 02

# Overblik og anbefalinger til den økonomiske politik

Væksten i verdensøkonomien er moderat, hvor stram pengepolitik i USA og Europa på den ene side dæmper efterspørgslen, mens stigende reallønninger, robuste arbejdsmarkeder og en stærk servicesektor på den anden side understøtter økonomien. Den stramme pengepolitik har medvirket til, at den globale inflation er faldet, og inflationsraterne i både Danmark, euroområdet og USA nærmer sig nu igen et niveau omkring 2 pct.

Dansk økonomi er fortsat karakteriseret af en todeling, hvor høj vækst foranlediget af produktion i udlandet under dansk ejerskab har hævet bruttonationalproduktet, BNP, mens den resterende del af økonomien har været igennem en periode med beskeden fremgang. Dansk BNP har siden årsskiftet været omtrent uændret, mens værditilvæksten eksklusiv produktion i udlandet under dansk ejerskab vurderes at være faldet en smule.

Store kvartalsvise udsving i BNP har de seneste år gjort det vanskeligt at fortolke den kortsigtede aktivitetsudvikling. Hvis man betragter en bredere række af indikatorer, er der tegn på, at den underliggende vækst i dansk økonomi er kommet en smule op i tempo. Det ses bl.a. både i fremgang i detailsalget, industriproduktionen og erhvervsinvesteringerne samt i en generel forbedring af erhvervstilliden, som er steget igennem hele året. På den anden side bidrager de høje renter fortsat til at dæmpe husholdningernes samlede forbrug, som til trods for betydelig fremgang i købekraften det seneste halve år har været svagt.

Forudsætningerne for, at forbruget i husholdningerne tager til, er imidlertid til stede. Samtidig peger de internationale konjunkturudsigter samlet set på yderligere fremgang på de danske eksportmarkeder de kommende år, og markedsdeltagerne forventer, at pengepolitikken gradvist vil blive mindre stram<sup>1</sup>.

Vækst på de danske eksportmarkeder og gradvist mindre restriktive finansielle vilkår giver forventning om, at væksten i dansk økonomi tager til igennem prognosen, se figur 1. Væksten holdes oppe af fortsat høj vækst i medicinalindustrien, hvilket i stort omfang forventes at ske igennem danskejet produktion i udlandet. Produktion i udlandet under dansk ejerskab ventes at øge væksten i BNP med 1,7 procentpoint i år og 0,8 procentpoint næste år. Desuden vil genåbningen af gas- og oliefeltet Tyra øge væksten i det danske BNP med samlet 0,5 procentpoint i løbet af prognosen.<sup>2</sup> Hverken medicinalproduktion i udlandet eller genåbningen af Tyrafeltet vurderes at bidrage nævneværdigt til at øge kapacitetspresset i dansk økonomi. I 2024 skønnes den danske BNP-vækst at være 2,1 pct., mens den i 2025 vil stige til 2,3 pct. og være 1,5 pct. i 2026.

Det vurderes, at der i øjeblikket ikke er tegn på nogen væsentlige makroøkonomiske ubalancer under opbygning i dansk økonomi, som kan forstærke en potentiel lavkonjunktur i tilfælde af uforudsete stød til verdensøkonomien.

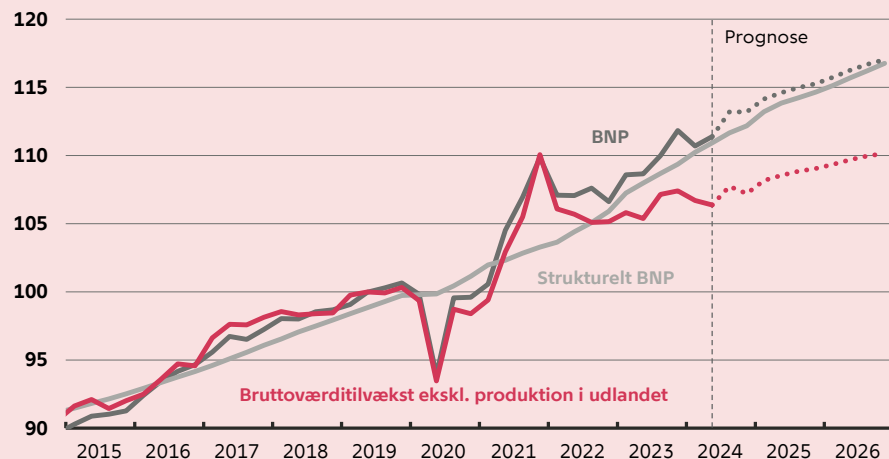
<sup>1</sup> Se Danmarks Nationalbank, Renterne er sat ned, men pengepolitikken er fortsat stram, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 13, september 2024.

<sup>2</sup> Der er uklarhed om det præcise tidspunkt for fuld ibrugtagning af Tyrafeltet. I prognosen er det antaget, at hele effekten på BNP fra genåbningen af Tyrafeltet sker i 2025.

FIGUR 1

### Dansk økonomi forventes at være i en omtrent neutral konjunktursituation

Indeks, 2019 = 100



Anm.: *Strukturelt BNP* afspejler det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Beskæftigelsen er fortsat med at stige, men uden at presset på arbejdsmarkedet er taget til det seneste år

Flere er fortsat kommet i beskæftigelse, selvom væksten i den indenlandske aktivitet har været beskeden. Det er sket uden tegn på, at presset på arbejdsmarkedet er taget til det seneste år, men der er stadig et vist pres på arbejdsmarkedet, som vurderes højere end årene op til coronapandemien. At presset ikke er taget til, ses også i, at de lokale lønforhandlinger på det private arbejdsmarked har udmøntet sig i omtrent de samme lønstigninger som aftalt i overenskomstaftalerne, og skal ses i lyset af en markant forøgelse af den strukturelle beskæftigelse.<sup>3</sup>

Beskæftigelsen forventes fremover at stige i et lavere tempo end de seneste år. Den lavere vækst i beskæftigelsen afspejler på kort sigt bl.a. en lidt lavere efterspørgsel efter arbejdskraft som resultat af, at arbejdskraft igen er blevet relativt dyrere i forhold til virksomhedernes produktpriser og øvrige produktinput. Igennem prognosen forventes fremgangen på arbejdsmarkedet i højere grad at følge aktivitetsfremgangen i den indenlandske del af økonomien.

Det aktuelle pres på arbejdsmarkedet og den lave inflation forventes at resultere i lavere lønstigninger de kommende år. De seneste års høje lønstigninger ville på længere sigt ikke være forenelige med en lav, stabil inflation, men blev aftalt efter en periode med meget høj inflation og udbredt pres på arbejdsmarkedet. Lønstigningerne forventes stadig at ligge på et højere niveau de kommende år sammenlignet med perioden før pandemien og generelt at være på niveau med udviklingen i euroområdet. Den lidt højere lønstigningstakt end dengang forventes at bidrage til at holde inflationen tæt på 2 pct. igennem prognosen sammenlignet med 2010'erne, hvor inflationen i gennemsnit lå omkring 1 pct.

<sup>3</sup> Se Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

### **Konjunktursituationen i Danmark afviger ikke nævneværdigt fra euroområdet**

Det underliggende vækstbillede i Danmark forventes at være på linje med billedet i euroområdet. Der er udsigt til en stabil prisudvikling i dansk økonomi de kommende år, og Nationalbankens prognose for dansk inflation ligger tæt på prognosen for euroområdet fra Den Europæiske Centralbank, ECB. Det forudsætter dog, at de nuværende høje lønstigninger dæmpes som forventet i de kommende år.

Kapacitetspresset i dansk økonomi er foreneligt med en stabil prisudvikling i de kommende år og stemmer overens med ECB's vurdering af situationen i euroområdet. De seneste år har kapacitetspresset i Danmark og euroområdet generelt – med undtagelse af enkelte perioder – ikke afvejet væsentligt fra hinanden. Det ses bl.a. i indikatorer som mangel på arbejdskraft og kapacitetsudnyttelsen i industrien.

### **Det er ikke et godt tidspunkt at lempe finanspolitikken i det omfang, som foreslås i finanslovsforslaget**

Renterne er faldet, og pengepolitikken bevæger sig mod at være mindre stram. Specifikt antages det i prognosen, at de korte markedsrenter i Danmark falder til ca. 2 pct. ved udgangen af 2026, se bilag. Det er et resultat af, at inflationen er reduceret betydeligt herhjemme og i euroområdet, og at inflationsforventningerne fortsat er velforankrede. Der er dog fortsat et vist pres på arbejdsmarkedet, og de nuværende lønstigninger er høje. Derfor er der stadig behov for, at penge- og finanspolitikken samlet set bidrager til at sikre et hensigtsmæssigt konjunkturforløb herhjemme, hvilket vil understøtte en stabil prisudvikling. Pengepolitikken i Danmark og i euroområdet yder aktuelt et bidrag til at dæmpe inflationen, og der er udsigt til, at pengepolitikken fortsat bidrager til at dæmpe inflationen lidt tid endnu.

Lønstigningerne er for tiden høje både herhjemme og mange steder i udlandet, og det løfter inflationen over det næste år. Påvirkningen på prisudviklingen fra indenlandske forhold som fx løn er typisk mere vedvarende end påvirkningen fra fx råvarer og fragtomkostninger. Det kræver derfor typisk en mere vedholdende stram økonomisk politik for at sikre, at indenlandske forhold ikke sætter sig i prisudviklingen.

Fastkurspolitikken betyder, at den danske pengepolitik føres med henblik på at holde kronkursen fast over for euroen. Det betyder i praksis, at Nationalbankens renter tæt følger de renter, som fastsættes af ECB for euroområdet. På sigt vil det sikre en ensartet inflation i Danmark og euroområdet. Fastkurspolitikken betyder dermed, at pengepolitikken i Danmark ikke kan bruges til at påvirke konjunkturudviklingen i Danmark. Det påhviler i stedet den danske finanspolitik at tage hånd om eventuelle afvigelser i konjunktursituationen mellem Danmark og euroområdet.<sup>4</sup> På nuværende tidspunkt er der ikke udsigt til nævneværdige forskelle i hverken kapacitetspres eller løn- og forbrugerprisstigninger mellem Danmark og euroområdet.

Markedsdeltagernes forventninger til Nationalbankens pengepolitiske renter indebærer, at pengepolitikken i Danmark gradvist vil nærme sig et mere neutralt niveau over det kommende år. Samtidig forventes finanspolitikken i Danmark ifølge Finansministeriet at blive lempet næste år, særligt som følge af kraftig vækst i det offentlige forbrug.

I den nuværende situation med fortsat høje lønstigninger og et vist pres på arbejdsmarkedet, herunder en lav ledighed, er det ikke et godt tidspunkt at

<sup>4</sup> Se Morten Spange, Penge- og finanspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 12, oktober 2022.

lempe finanspolitikken i det omfang, som foreslås i regeringens udspil til finansloven 2025.

De seneste år er der indgået en række aftaler, som øger udgifterne til forsvaret betydeligt. Hvor stor aktivitetsvirkning de øgede udgifter til forsvaret vil have i dansk og europæisk økonomi, afhænger af, hvordan midlerne udmøntes. Hvis udmøntningen af forsvarsudgifterne resulterer i en større aktivitetsvirkning end hidtil antaget, bør det modgås af tiltag, som dæmper aktiviteten andre steder i økonomien.

## Danmarks Nationalbanks anbefalinger til økonomisk politik

Danmarks Nationalbank vurderer, at det i den nuværende situation med fortsat høje lønstigninger og et vist pres på arbejdsmarkedet, herunder en lav ledighed, ikke er et godt tidspunkt at lempe finanspolitikken i det omfang, som foreslås i regeringens udspil til finansloven 2025.

Hvis udmøntningen af forsvarsudgifterne resulterer i en større aktivitetsvirkning end hidtil antaget, bør det modgås af tiltag, som dæmper aktiviteten andre steder i økonomien.



## 03

## Fremgang i dansk økonomi med et vist pres på arbejdsmarkedet

Kapacitetspresset i dansk økonomi er aftaget betydeligt de seneste år, men der er stadig et vist pres på arbejdsmarkedet. Det aktuelle pres på arbejdsmarkedet er dog kommet betydeligt ned i forhold til for to år siden. Fremgangen i dansk økonomi er de seneste år i høj grad drevet af medicinalindustrien, men vækst på de danske eksportmarkeder og i husholdningernes købekraft har resulteret i, at der er tegn på mild fremgang flere steder i økonomien.

Beskæftigelsen er igennem første halvdel af 2024 fortsat med at stige, men uden at der er tegn på, at presset på arbejdsmarkedet igen er taget til. Det hænger sammen med en stigning i den strukturelle beskæftigelse, som er drevet af, at flere ældre er blevet på arbejdsmarkedet, og at der har været tilgang af udenlandsk arbejdskraft.

Væksten i dansk økonomi forventes de kommende år at være stabil, og der er udsigt til, at kapacitetspresset i dansk økonomi er i overensstemmelse med en stabil prisudvikling. Fremgangen i beskæftigelsen forventes at gå lidt ned i tempo og i større grad stige i tråd med udviklingen i den indenlandske aktivitet, hvilket indebærer en stærkere sammenhæng mellem indenlandsk produktion og beskæftigelse i løbet af prognosen end set de seneste år.

### Tegn på mild fremgang flere steder i dansk økonomi

Dansk økonomi har de seneste år været kendetegnet ved en todeling af økonomien. På den ene side har aktiviteten inden for landets grænser i de fleste dele af økonomien været igennem en vækstpause. På den anden side har fremgangen i dansk økonomi i stort omfang været drevet af produktion i udlandet under dansk ejerskab, såkaldt *merchanding & processing*, foranlediget af fremgang i medicinalindustrien. Vækstafdæmpningen inden for landets grænser har betydet, at presset i økonomien samlet set er aftaget betydeligt de seneste to år, og dansk økonomi vurderes aktuelt at være i en omtrent neutral konjunktursituation. Presset i dansk økonomi afviger ikke nævneværdigt fra presset i euroområdet, som ifølge internationale organisationer befinder sig i en mild lavkonjunktur.<sup>5</sup>

Dansk økonomi har været i stilstand siden årsskiftet målt ved BNP, som i 2. kvartal 2024 var omtrent uændret i forhold til 4. kvartal 2023. Ses der bort fra produktionen i udlandet under dansk ejerskab, vurderes aktiviteten inden for landets grænser dog at være faldet med ca. 1 pct. siden årsskiftet.

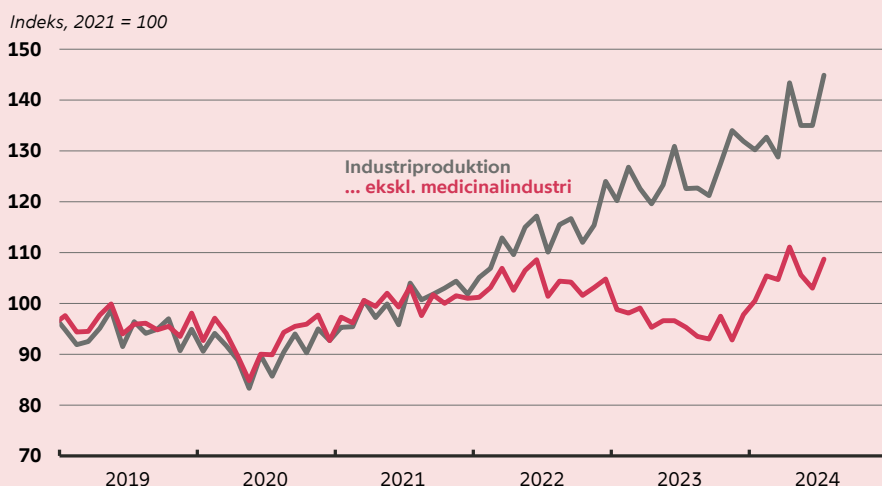
Store udsving i opgørelsen af BNP de seneste år har gjort det sværere at vurdere aktivitetsudviklingen i økonomien på helt kort sigt. Der er tegn på, at væksten flere steder i økonomien er taget en smule til i løbet af det seneste halve år til trods for en flad udvikling i BNP. For eksempel har fremgang på de danske eksportmarkeder bidraget til, at bl.a. industriproduktionen eksklusive medicinalindustrien er steget med mere end 8 pct. i løbet af i år, se figur 2, og erhvervstilliden er steget det seneste halvandet år.



**Dansk BNP  
steg i 2. kvartal 2024  
med 0,6 pct.**

FIGUR 2

### Fremgangen i industriproduktionen er i 2024 sket uden for medicinalindustrien



Kilde: Danmarks Statistik.

Væksten i medicinalindustrien har imidlertid været mere beskedent igennem første halvdel af 2024, og medicinalindustriens produktionsindeks var i 2. kvartal 3,1 pct. lavere end i 4. kvartal 2023. Den seneste tids fremgang i den samlede industriproduktion afspejles i den samlede danske vareeksport, som i løbet af i

<sup>5</sup> Målt ved produktionsgab og baseret på skøn fra IMF, OECD og Europa-Kommissionen. Se også kapitel 7.

år indtil videre har været drevet af varer produceret både i og uden for Danmark. Fremgangen i industrien har smittet af på investeringslysten, og erhvervsinvesteringerne er igen begyndt at stige, til trods for at de stadig vurderes at blive dæmpet af højere renter. Væksten i dansk BNP holdes imidlertid stadig nede af kraftig tilbagegang i tjenesteeeksporten og en svag udvikling i det samlede private forbrug, selvom husholdningernes købekraft er forbedret betydeligt igennem året. Det svage samlede private forbrug skal ses i lyset af, at de høje renter fortsat vurderes at dæmpe forbruget.

### Fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat

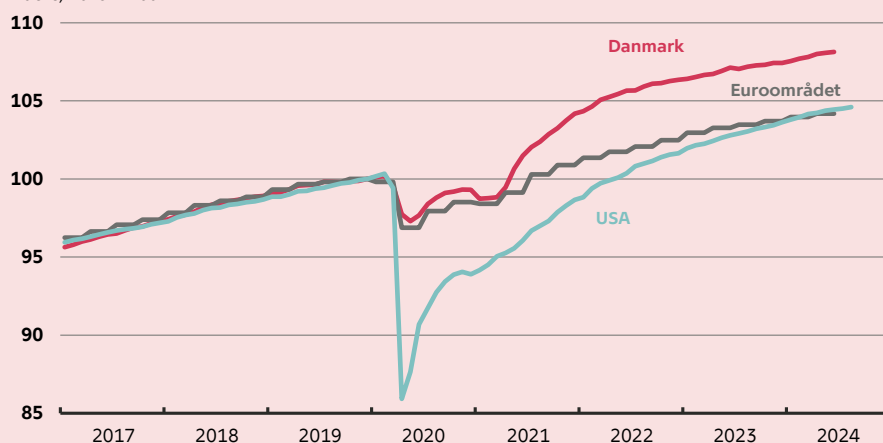
Til trods for en svag udvikling i aktiviteten er fremgangen på arbejdsmarkedet fortsat ind i 2024. Lønmodtagerbeskæftigelsen er siden årsskiftet steget med knap 20.000 personer<sup>6</sup>, se figur 3. Fremgangen dækker over relativt høje stigninger i starten af året, mens tempoet er aftaget en smule de seneste måneder. Samtidig er ledigheden kun steget lidt gennem det seneste år fra et meget lavt niveau.

Det er ikke kun i Danmark, at beskæftigelsen stadig stiger. I euroområdet er arbejdsmarkederne også fortsat stærke, mens væksten i den samlede aktivitet ligesom i Danmark har været svag de seneste år. Beskæftigelsesfremgangen har samlet set været mere afdæmpet i euroområdet og USA end i Danmark siden 2019. Aktuelt stiger beskæftigelsen i USA imidlertid lidt hurtigere end i Danmark, hvilket skal ses i lyset af, at den samlede efterspørgsel i den amerikanske økonomi det seneste år har været betydeligt stærkere end i Danmark. Arbejdsmarkederne i euroområdet og USA er samtidig begge karakteriseret ved lav ledighed.

FIGUR 3

### Beskæftigelsen stiger fortsat

Indeks, 2019 = 100



Anm.: For Danmark og USA vises lønmodtagerbeskæftigelsen, for euroområdet vises den samlede beskæftigelse.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og U.S. Bureau of Labor Statistics.

Den beskedne vækst i dansk økonomi har betydet, at udviklingen i forholdet mellem beskæftigelsen og produktionen har været svag, når man ser bort fra

<sup>6</sup> Lønmodtagerbeskæftigelsen til og med juni 2024.

den del af bruttoværditilvæksten, BVT, der kommer fra produktion i udlandet under dansk ejerskab og de direkte udgifter knyttet hertil. Opgørelsen af BVT ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab er ikke et udtryk for en mere retvisende opgørelse af værdiskabelsen i Danmark, men opgørelsen vurderes konjunkturmæssigt at have en tættere sammenhæng med udviklingen i beskæftigelsen i Danmark, se boks 1.

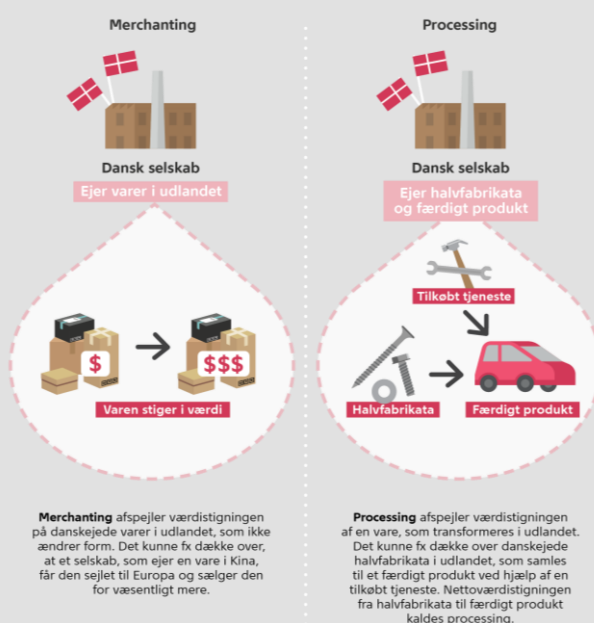
## BOKS 1

### Eksport, som ikke krydser den danske grænse, udgør en stigende andel af dansk økonomi

#### Vareeksport, der krydser den danske grænse



#### Vareeksport, der ikke krydser den danske grænse



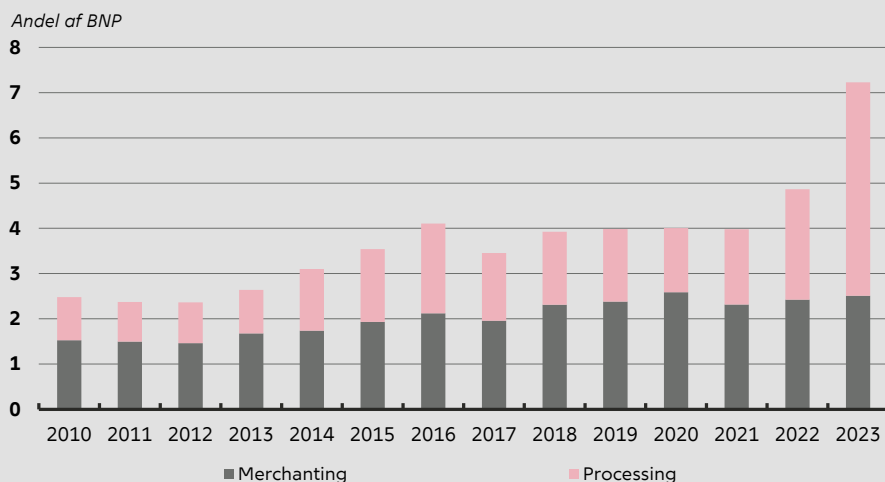
De seneste år har der været en kraftig stigning i dansk vareeksport, som ikke krydser den danske grænse. Siden 2010 er vareeksporten steget fra netto ca. 2 pct. af dansk BNP til over 7 pct. i 2023, se figur.<sup>1</sup> Det er vanskeligt at afgøre, hvordan den danske udvikling er sammenlignet med vores nabolande, da meget få lande opgør fyldestgørende data for eksport, der ikke krydser grænsen. Desuden er opgørelsen endnu ikke harmoniseret landene imellem, hvilket betyder, at man skal passe på med at sammenligne niveauer direkte.

Fortsættes ...

... fortsat

FIGUR

Dansk eksport, som ikke krydser den danske grænse, steg kraftigt i 2023



Anm.: Tallene i figuren er netttotal.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Eksport, der ikke krydser den danske grænse, opdeles sædvanligvis i kategorierne "merchanting" og "processing". Både merchanting og processing, M&P, dækker over værdistigninger på varer i udlandet, som er ejet af danske selskaber. Værdistigningen i udlandet indgår som eksport i det danske nationalregnskab.

**En høj andel merchanting og processing gør det svært at måle produktivitet i Danmark**

Når dansk BNP i stigende grad afspejler aktivitet i udlandet, bliver det vanskeligere at lave gode mål for produktivitet på dansk jord. M&P indgår i de fleste produktivitetsmål, hvor produktion inkl. M&P divideres med antallet af fuldtidsbeskæftigede eller arbejdstimer i den danske økonomi. Resultatet er en indikation af, hvor meget værdiskabelse danske beskæftigede skaber pr. time eller person. Når værdiskabelsen i udlandet tælles med i brøkens tæller, uden at arbejdskraften tæller med i nævneren, kan det lede til en overvurdering af produktiviteten.

En yderligere udfordring med den stigende andel M&P er, at BNP-målet kommer til at afhænge af en særlig produktionsform for danske virksomheder i udlandet. Danske virksomheder kunne vælge at fortsætte den præcis samme produktion, men lade ejerskabet af varer i udlandet overgå til datterselskaber. I det tilfælde ville indkomsten fra aktiviteten ikke længere være M&P, men i stedet formueindkomst. Det ville i 2023 betyde 7 pct. lavere dansk BNP og produktivitet, uden at der blev produceret mindre end ellers.

Der er ikke nogen oplagt måde at håndtere udfordringerne med M&P på. Hvis man trækker M&P helt ud af BNP, vil det ved første øjekast løse begge ovenstående problemer, men man vil også ignorere en væsentlig og tiltagende andel af dansk økonomi. Når et land har en stigende andel M&P, kan det være udtryk for, at landet i højere grad producerer viden, som bruges til produktion i andre lande. M&P kan på den måde tænkes at afspejle afkastet på fx forskning og udvikling, F&U, i Danmark. Hvis man ignorerer M&P, risikerer man derfor at undervurdere værdien af dansk vidensarbejde. Formentlig kommer en del af afkastet fra dansk F&U allerede i dag som formueindkomst, hvilket betyder, at det undervurderes i almindelige BNP-baserede produktivitetsmål.

Et andet bud på en håndtering af udfordringerne med M&P er at bruge bruttonationalindkomst, BNI, i stedet for BNP. BNI måler indkomst i stedet for produktion og svarer i store træk til BNP plus formueindkomst minus aflønning af udenlandsk arbejdskraft netto. Målet vil derfor ikke være sårbart over for virksomheders valg af produktionsform. En klar ulempe ved et BNI-baseret produktivitetsmål er dog, at pensionsafkast og andre formueindkomster fra udenlandske aktiver vil indgå i dansk produktivitet. Det kan betyde store udsving fra år til år, som i højere grad afspejler opsparing og afkastgrad end fx timeproduktivitet.

Når man opgør dansk produktivitet, er det oplagt at vise tidsserier både inklusive og eksklusive M&P givet de udfordringer, som er beskrevet her. Uden en dybere analyse af, hvad man ønsker, at et produktivitetsmål skal måle, er det svært at vide, hvilken andel af M&P der skal tælle med som dansk.

<sup>1</sup>Svarende til en stigning fra knap 8 pct. til ca. 18 pct. af den danske vareeksport.

Den udenlandske produktion under dansk ejerskab kan dog aktuelt have haft en effekt på efterspørgslen efter arbejdskraft på det danske arbejdsmarked og kan derfor også til en vis grad have bidraget til den fortsatte fremgang i beskæftigelsen. Det kan fx ske i et tilfælde, hvor kraftig vækst i virksomheder med produktion i udlandet på kort sigt har behov for dansk arbejdskraft til at administrere og udvide produktionsfaciliteterne uden for landets grænser. Det er særligt medicinalindustrien, som har øget sine aktiviteter i udlandet igennem 2022 og 2023, hvor væksten i industrien steg betydeligt. Ifølge Danmarks Statistik har der samtidig været en kraftig beskæftigelsesfremgang i medicinalindustrien, der har stået for knap en femtedel af den samlede stigning i de præsterede timer i perioden. Det er derfor sandsynligt, at noget af beskæftigelsesfremgangen i medicinalindustrien kan henføres til industriens behov for at øge produktionsapparatet – også i udlandet.

Det er således ikke klart, hvor stort trækket fra danskejete produktion i udlandet har været på beskæftigelsen, og dermed slører den kraftige vækst i den udenlandske produktion de seneste år formentlig fortolkningen af udviklingen i beskæftigelsen i forhold til produktion.<sup>7</sup> Udviklingen i timeproduktiviteten, dvs. BVT set i forhold til de præsterede timer, er i den private sektor faldet med op mod 4,4 pct. siden begyndelsen af 2022, når der ses bort fra danskejete produktion i udlandet. Ses der i stedet på timeproduktiviteten for den samlede værditilvækst i den private sektor inklusive produktionen i udlandet, er den steget med 1,9 pct. siden begyndelsen af 2022.<sup>8</sup>

På baggrund af den ekstraordinært kraftige vækst i medicinalindustrien i 2022 og 2023 vurderes det, at beskæftigelsestrækket fra danskejete produktion i udlandet har været højere de seneste år end tidligere.

### Der er stadig et vist pres på arbejdsmarkedet

Selvom beskæftigelsen herhjemme er fortsat med at stige, tyder en række indikatorer på, at presset på arbejdsmarkedet ikke er taget til det seneste år. Det gælder fx antallet af nye stillingsopslag pr. ledig og virksomhedernes rapporterede mangel på arbejdskraft, som indikerer, at efterspørgslen efter arbejdskraft er fladet ud gennem det seneste år, se figur 4 og 5. Også Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekrutterings seneste rekrutteringsundersøgelse<sup>9</sup>, der dækker data fra sidste del af 2023 og begyndelsen af 2024, peger på, at virksomhederne ikke oplever udfordringer med at rekruttere i samme grad som tidligere. Samtidig har de lokale lønforhandlinger i virksomhederne på det private arbejdsmarked udmøntet sig i omtrent de samme lønstigninger som aftalt i overenskomstaftalerne. Det understøtter vurderingen af, at presset på arbejdsmarkedet ikke er taget til i forhold til niveauet, hvor aftalerne blev indgået.



**Presset på arbejdsmarkedet er over det seneste år ikke taget til, til trods for at beskæftigelsen er fortsat med at stige**

<sup>7</sup> Se også Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid, Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

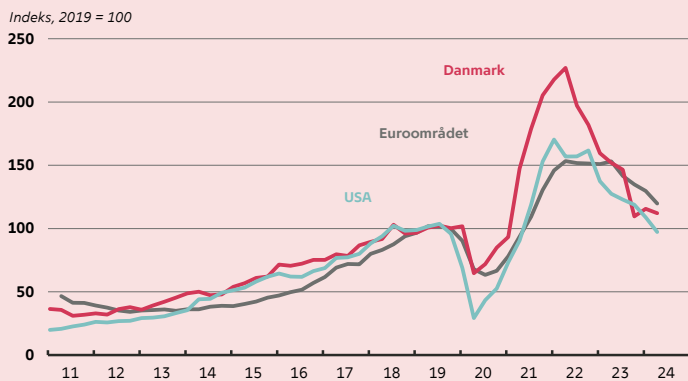
<sup>8</sup> Til sammenligning er timeproduktiviteten i euroområdet målt som samlet BNP pr. præsteret time faldet med 1,1 pct. i perioden 1. kv. 2022 - 1. kv. 2024. I USA er timeproduktiviteten målt som BNP pr. præsteret time i non-farm business steget med 2,6 pct. i perioden 1. kv. 2022 - 1. kv. 2024.

<sup>9</sup> Se Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering (STAR), *Survey*, juni 2024.

FIGUR 4

### Presset på arbejdsmarkedet er fortsat lidt højere end før pandemien

Stillingsopslag pr. ledig

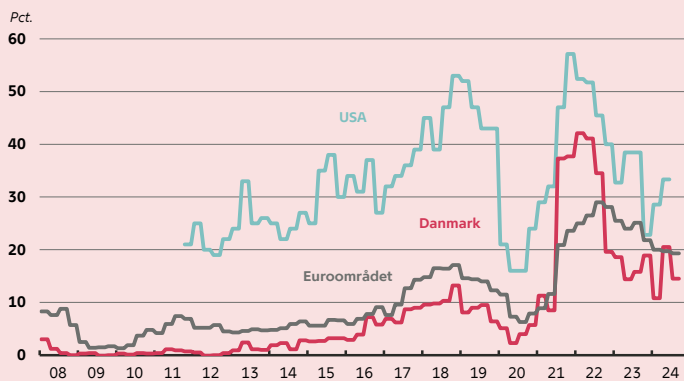


Anm.: For euroområdet vises en vægtet serie af stillingsopslag pr. ledig i Frankrig, Spanien, Tyskland og Nederlandene. Vægtningen er baseret på landenes andel af den samlede beskæftigelse i landene.

Kilde: Jobindex, Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

FIGUR 5

### Manglen på arbejdskraft er på stort set samme niveau i Danmark og i euroområdet



Anm.: Figuren angiver andelen af adspurgte virksomheder, der angiver, at mangel på arbejdskraft er en produktionsbegrænsning. I Danmark og i euroområdet er serien for industrien, i USA er serien for hele økonomien.

Kilde: Danmarks Statistik, Europa-Kommissionen og National Association for Business Economics.

Der er heller ikke tegn på, at virksomhederne holder på arbejdskraft i samme omfang som for et par år siden, og indikatoren for *arbejdskraftthamstring*<sup>10</sup> har været stabil på et relativt lavt niveau det seneste år, se figur 6. Hamstring af arbejdskraft kan bl.a. opstå i situationer, hvor der er knaphed på (kvalificeret) arbejdskraft, hvor virksomhederne ud fra et forsigtighedshensyn bibeholder beskæftigelse, der er større end nødvendigt i forhold til den aktuelle situation.

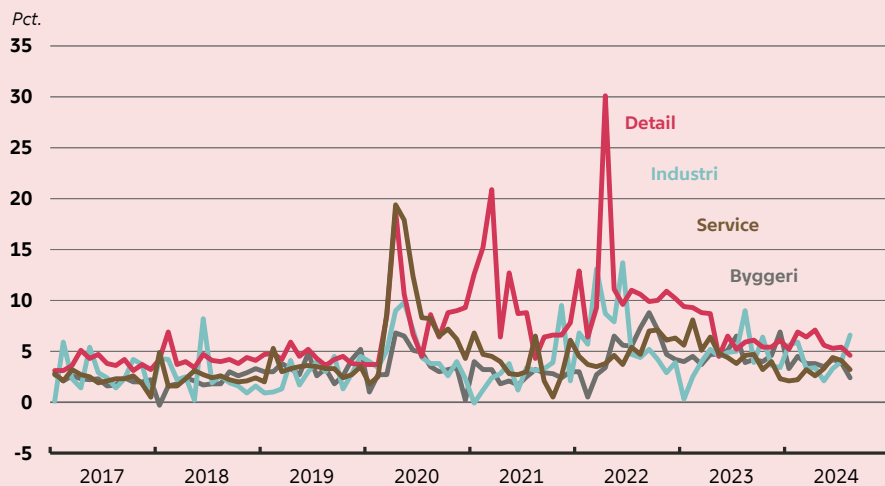
Flere indikatorer peger således på, at presset på arbejdsmarkedet over det seneste år ikke er taget til, til trods for at beskæftigelsen er fortsat med at stige. Presset på arbejdsmarkedet er således stadig betydeligt lavere set i forhold til niveauet i 2022, men der er stadig et vist pres på arbejdsmarkedet. Presset på arbejdsmarkedet vurderes aktuelt at være højere end i årene op til pandemien, hvor dansk økonomi var præget af en svag udvikling i forbrugerpriserne og en moderat lønvækst.

Presset på arbejdsmarkedet i euroområdet og i USA er faldet en smule kraftigere end i Danmark over det seneste år. Både i euroområdet og i USA er antallet af stillingsopslag pr. ledig faldet gennem hele 2023 og første halvdel af 2024. Mens antallet af virksomheder, der melder om mangel på arbejdskraft er taget lidt til igen i USA, er indikatoren nu omtrent på samme niveau i Danmark og i euroområdet. Der er dermed ikke aktuelt tegn på væsentlige afvigelser i presset på arbejdsmarkedet herhjemme i forhold til euroområdet samlet set.

<sup>10</sup> Arbejdskraftthamstring bruges om en situation, hvor virksomheder holder på deres medarbejdere, selvom behovet for arbejdskraft mindskes, i forventning om at konjunkturerne snart vender. Se fx Andersen, Bonin, Borgensgaard, Dahl-Sørensen, Darougheh, Grenestam, Hansen, Hviid og Jensen, Presset på arbejdsmarkedet er taget af efter et jobintensivt opsving, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts 2024.

FIGUR 6

### Hamstring af arbejdskraft er ikke blevet mere udbredt



Anm.: Andelen af danske virksomheder på tværs af brancher, som rapporterer, at de forventer en faldende produktion, men et uændret eller stigende antal ansatte over de kommende tre måneder.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

### Stigninger i den strukturelle beskæftigelse har understøttet fremgangen på arbejdsmarkedet

Beskæftigelsen er fortsat med at stige det seneste år, uden at presset på arbejdsmarkedet er taget til. Det skyldes, at *den strukturelle beskæftigelse*<sup>11</sup> også er steget. Herhjemme er især flere ældre blevet på arbejdsmarkedet, i takt med at pensionsalderen gradvist er øget, og aftaler, der har været rettet mod at øge arbejdsudbuddet blandt ældre, er trådt i kraft. Det seneste år er beskæftigelsesfrekvensen for personer over 60 år steget med 1,7 pct., mens beskæftigelsesfrekvensen for personer mellem 30 og 59 år er omtrent uændret. Dertil har udviklingen i arbejdsstyrken været muliggjort af en stor tilgang af udenlandsk arbejdskraft, der historisk har kunnet anses som en arbejdskraftreserve. Tilgangen af udenlandsk arbejdskraft er imidlertid aftaget i slutningen af 2023 og i starten af 2024 fra de høje niveauer årene forinden.

Fremgangen i beskæftigelsen i både euroområdet og USA har ligesom i Danmark været understøttet af en stor tilgang af udenlandsk arbejdskraft. At arbejdsstyrken alligevel er steget relativt kraftigere i Danmark, skyldes, at arbejdsudbuddet blandt ældre ikke på samme måde er øget i euroområdet og i USA.

### Udsigt til lidt stærkere vækst flere steder i dansk økonomi

Hvor fremgangen på arbejdsmarkedet de seneste år er sket på trods af en svag vækst i den underliggende økonomi, er der udsigt til lidt stærkere fremgang i økonomien bredt set de kommende år. Et stadig robust dansk arbejdsmarked og yderligere fremgang i reallønnen forventes at hæve indkomsterne i husholdningerne, hvorfor det private forbrug i større grad vil bidrage til den samlede efterspørgsel i dansk økonomi igennem prognosen. Ifølge

<sup>11</sup> Den strukturelle beskæftigelse er økonomiens udbudsbestemte beskæftigelsesniveau og det beskæftigelsesniveau, som på mellemlang sigt er foreneligt med en stabil pris- og lønudvikling.



**Beskæftigelses-  
frekvensen for  
personer over 60 år  
er steget med 1,7 pct.  
det seneste år**



internationale konjunkturudsigter fortsætter fremgangen på de danske eksportmarkeder de kommende år og skaber fundamentet for yderligere fremgang i dansk eksport. Fremgangen i industrieksporten forudsættes at være trukket af generel fremgang blandt de danske eksportvirksomheder på linje med udviklingen på eksportmarkederne. Industrieksporten ventes at blive løftet yderligere af en forventning om fortsat høj vækst i medicinalindustrien de kommende år, og det forudsættes, at især den indenlandsk producerede del af medicinaleksporten vil smitte af på aktiviteten i den resterende del af økonomien.<sup>12</sup> På kort sigt dæmpes væksten i erhvervsinvesteringerne af de høje renter,<sup>13</sup> men moderat vækst på de danske eksportmarkeder og udsigt til gradvist mindre stram pengepolitik får væksten i erhvervsinvesteringerne til at tage til igen fra næste år.

Væksten i den samlede efterspørgsel understøttes yderligere af både kraftig vækst i den offentlige efterspørgsel og genåbningen af Tyráfeltet, som forventes at øge væksten i BNP med 0,5 procentpoint næste år.<sup>14</sup> Den samlede efterspørgsel ventes at stige med 2,1 og 3,0 pct. i år og næste år. Stigende import forventes at dække en del af stigningen i efterspørgslen, og BNP forventes på den baggrund at stige med 2,1 pct. i 2024, stigende til 2,3 pct. og 1,5 pct. i 2025 og 2026, se figur 7.

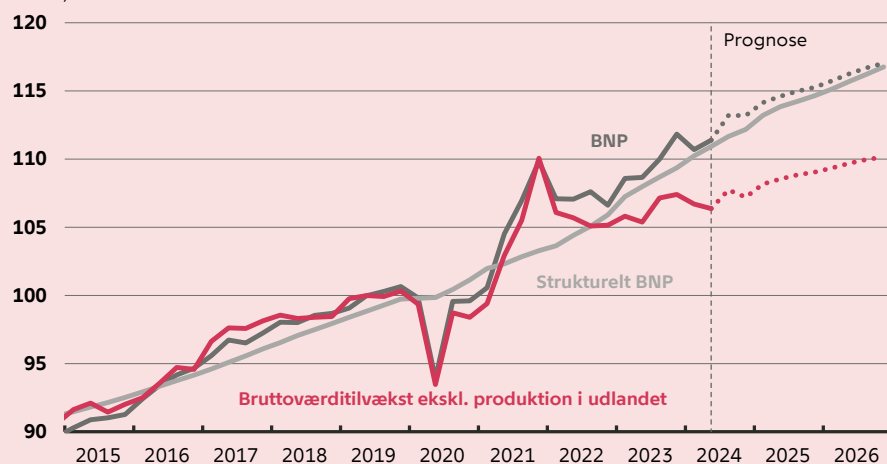


**Dansk BNP ventes at stige med 2,1 pct. i år**

FIGUR 7

### Dansk økonomi forventes at være i en neutral konjunktursituation

Indeks, 2019 = 100



Anm.: Strukturelt BNP afspejler det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>12</sup> Modelberegninger fra Nationalbanken viser, at en fremgang i eksporten af medicin produceret i Danmark på 1 pct. af BNP kan hæve det samlede danske BNP med ca. 2 pct. på kort sigt. En stor del af fremgangen i medicinaleksporten forventes i prognosen at være danskejet produktion i udlandet, hvorfor effekten af fremgang i medicinaleksporten på dansk BNP forventes lavere, end modelberegningerne tilsiger. Se Nikolaj Mose Dreisig Hansen og Mia Jørgensen, Increasing demand for pharmaceutical exports have both aggregate and geographical distributional effects, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 9, august 2024.

<sup>13</sup> Se Bonin, Cucic, Kuchler og Otte, Den pengepolitiske investeringskanal i Danmark, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, juni 2024.

<sup>14</sup> Der er uklarhed om det præcise tidspunkt for fuld ibrugtagning af Tyráfeltet. I prognosen er det antaget, at hele effekten fra genåbningen af Tyráfeltet sker i 2025.

De relativt høje vækstrater i BNP dækker over en økonomi, som de kommende år fortsat vil være præget af en todeling. Stærk fremgang i medicinalindustrien og genåbningen af Tyrafeltet vil i år og næste år bidrage ganske kraftigt til BNP-væksten, mens den resterende del af økonomien vil vokse i et mere moderat tempo. Forventningen til medicinalindustriens fortsat store bidrag til BNP-væksten tager afsæt i aktieanalytikerens forventninger til omsætningen i de største danske medicinalvirksomheder og en antagelse om, at en stor del af medicinproduktionen foretages på fabrikker i udlandet under dansk ejerskab. Disse antagelser indebærer, at produktion i udlandet under dansk ejerskab også de kommende år forventes at bidrage relativt kraftigt med 1,7 i 2024 og henholdsvis 0,8 og 0,3 procentpoint til væksten i BNP i 2025 og 2026. Fraregnet de direkte bidrag fra produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyrafeltet forventes væksten i Danmark at blive 0,4 pct. i 2024 og 1,0 pct. i 2025, hvilket er lidt lavere end OECD's forventning til euroområdet.

Produktion i udlandet under dansk ejerskab og genåbningen af Tyrafeltet forventes dog kun i begrænset omfang at påvirke kapacitetspresset. Det afspejles i, at det potentielle produktionsniveau vokser med mere end 2 pct. i 2024 og 2025 på grund af produktion i udlandet og Tyrafeltet. Den høje vækst i potentiel produktion medvirker til, at kapacitetspresset målt ved produktionsgab<sup>15</sup> ikke øges i løbet af prognosen til trods for de høje vækstrater i BNP. BNP-væksten vurderes således at være omtrent på linje med økonomiens strukturelle vækst, og det forventes derfor, at dansk økonomi også de kommende år vil være i en omtrent neutral konjunktursituation.

### **Væksten i beskæftigelsen skønnes at gå ned i tempo**

Med udsigt til et moderat vækstforløb i størstedelen af dansk økonomi skønnes fremgangen i beskæftigelsen at gå ned i tempo, men der ventes ikke en tilbagegang i beskæftigelsen samlet set, se figur 8. Denne vurdering skal på kort sigt ses i lyset af, at prisen på arbejdskraft er steget det seneste år både i forhold til virksomhedernes produktpriser og øvrige produktionsinput, herunder energi og kapitalomkostninger. Den relative pris på arbejdskraft skønnes at fortsætte med at stige lidt endnu, understøttet af høje lønstigninger, og det forventes at medvirke til, at virksomhederne gradvist vil tilpasse efterspørgslen efter arbejdskraft. Udviklingen i beskæftigelsen forventes fremover i større grad at være i tråd med udviklingen i den indenlandske aktivitet.

Mod slutningen af prognosen forventes beskæftigelsen at stige lidt hurtigere, efterhånden som virksomhederne har tilpasset mængden af arbejdskraft, og den relative pris mellem arbejdskraft og øvrige produktionsinput igen har stabiliseret sig. Den strukturelle vækst i beskæftigelsen ventes samtidig at blive svagere sammenlignet med de seneste år, idet stigningen i befolkningen i den arbejdsdygtige alder<sup>16</sup> tager af, ligesom bidragene fra arbejdsmarkedsreformer samlet set også forventes at gøre det. Beskæftigelsen skønnes at stige med omkring 29.000 personer frem mod udgangen af 2026, og den strukturelle beskæftigelse forventes at stige med lidt mere. Presset på arbejdsmarkedet målt ved beskæftigelsesgab<sup>17</sup> forventes derfor igennem prognosen at aftage svagt og generelt være i overensstemmelse med en stabil prisudvikling.

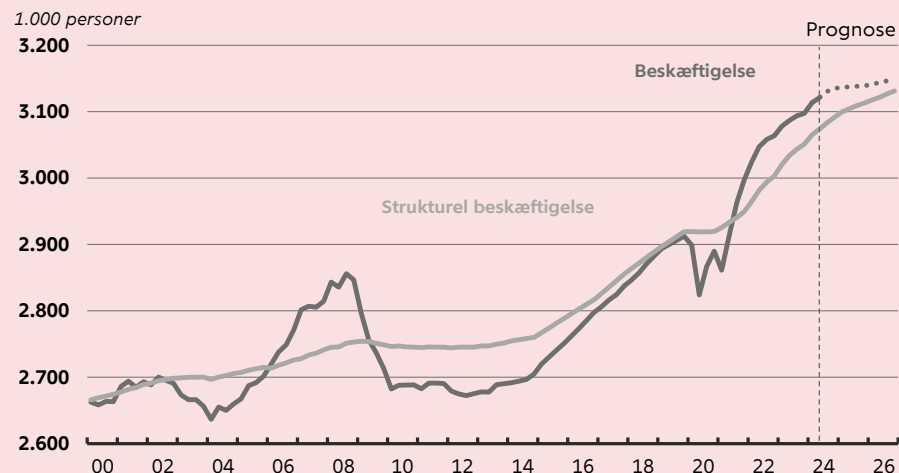
<sup>15</sup> Produktionsgab er forskellen mellem faktisk BNP og strukturelt BNP.

<sup>16</sup> 15-74 år. Baseret på Danmarks Statistiks befolkningsfremskrivning.

<sup>17</sup> Beskæftigelsesgab er forskellen mellem faktisk beskæftigelse og den strukturelle beskæftigelse.

FIGUR 8

### Beskæftigelsen skønnes at vokse lidt langsommere end det strukturelle niveau



Anm.: *Beskæftigelse* er eksklusive aktiverede dagpengemodtagere. *Strukturel beskæftigelse* er det skønnede potentielle niveau, som er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling på mellemlang sigt.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

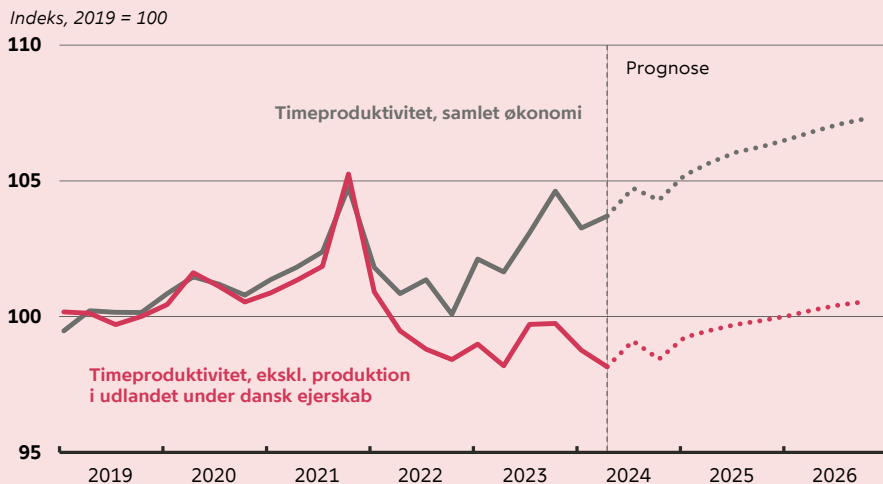
Udviklingen indebærer en sammenhæng mellem produktion og beskæftigelse, der fortsat afspejler et vist beskæftigelsestræk fra danskejete produktion i udlandet, men i mindre omfang end set de seneste år. Timeproduktiviteten, målt som BVT ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab i forhold til præsterede timer, forventes at stige med samlet set 2,5 pct. igennem prognosen og skønnes i slutningen af prognoseperioden at være på linje med niveauet i 2019, se figur 9.



**Beskæftigelsen forventes at stige med omkring 29.000 frem mod udgangen af 2026**

FIGUR 9

### Timeproduktiviteten i den indenlandske økonomi skønnes gradvist at stige



Anm.: Timeproduktivitet er beregnet som henholdsvis BVT pr. præsteret time for lønmodtagere og BVT ekskl. merchanting og processing pr. præsteret time for lønmodtagere. Det vil sige, at nævneren er ens for de to serier.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Finanspolitikken lempes næste år

Finanspolitikken i Danmark forventes ifølge Finansministeriet at blive lempet i år og næste år. Målt ved den 1-årige finanseffekt øger finanspolitikken produktionsgabets med henholdsvis 0,1 og 0,5 procentpoint i 2024 og 2025. Det kommer efter et par år, hvor finanspolitikken er blevet strammet betydeligt, og den samlede effekt af finanspolitikken siden 2019 målt ved den flerårige finanseffekt vurderes ifølge Finansministeriet at være omtrent neutral næste år på -0,2 procentpoint.

Efter Ruslands angreb på Ukraine i 2022 har både Danmark og mange europæiske lande øget deres forsvarsudgifter markant, og i Danmark lægger forsvarsforliget op til, at forsvarsbudgettet allerede i 2025 skal udgøre 2,5 pct. af BNP, se boks 2. Hvor stor aktivitetsvirkning de øgede udgifter til forsvaret vil have i dansk og europæisk økonomi, afhænger af, hvordan midlerne udmøntes. Bruges en stor del af midlerne fx på opkøb af materiel i udlandet eller overførsler til fx Ukraine, forventes aktivitetsvirkningen i Danmark mere beskeden, end hvis en stor del af budgettet udmøntes til fx mere personale i forsvaret. Herhjemme forventer Finansministeriet en vis aktivitetsvirkning af de øgede forsvarsbudgetter.

Til trods for store udgifter til forsvaret forventes der stadig pæne overskud på den offentlige saldo. Det skal især ses i lyset af et fortsat stærkt arbejdsmarked, hvor beskæftigelsen og derfor indtægterne fra indkomstskatter er høje, samtidig med at relativt få personer er arbejdsløse og derfor på indkomstoverførsler. Overskuddet på den offentlige saldo ventes i år at ende på 3,0 pct. af BNP, hvilket er et lille fald i forhold til 2023. De efterfølgende år forventes overskuddet på den offentlige saldo gradvist at falde yderligere til 2,0 pct. af BNP næste år og 1,6 pct. af BNP i 2026. Det lidt lavere overskud på den offentlige saldo i år og de kommende år skyldes hovedsageligt større offentlige udgifter. Det er et resultat af højere offentlige lønstigninger i forbindelse med den offentlige

overenskomstaftale samt stigninger i overførselsindkomstsatserne på grund af den automatiske indeksering. Samtidig forventes det offentlige forbrug og de offentlige investeringer med afsæt i den planlagte finanspolitik at stige relativt kraftigt, bl.a. som følge af øgede forsvarsudgifter.

BOKS 2

**Europæisk oprustning vil have begrænset betydning for dansk økonomi**

Efter Ruslands angreb på Ukraine i 2022 besluttede en række europæiske lande at øge deres forsvarsudgifter markant. Det danske forsvarsforlig lægger fx op til en udvidelse af forsvaret, som vil bringe forsvarsbudgettet op på 2,5 pct. af BNP i 2025. Det kommer efter en længere periode med overvejende faldende forsvarsbudgetter, se figur A. Beslutningerne har to hovedformål: Det første er at øge den militære kapacitet og dermed afskrække fjendtlige magter. Det andet er at stimulere forsvarsindustrien, så den i fremtiden kan understøtte en større oprustning, hvis det bliver nødvendigt.

I den økonomiske litteratur er der overvejende enighed om, at oprustning i den størrelsesorden, vi lige nu ser i Europa, kan øge kapacitetspresset og lede til generelt øget prispres. Præcis hvor meget kapacitetspresset øges af en oprustning, afhænger af udmøntningen, finansiering af oprustningen, og hvorvidt landet selv producerer våben.

**Udmøntning**

Udmøntningen af merudgifterne i det danske forsvar ligger ikke fast endnu, men formentlig er der tale om en relativt bred oprustning med stigninger i våbenindkøb, anlæg og ansættelse af flere personer.

De danske forsvarsudgifter kan i store træk opdeles i løn, forbrug i produktionen, investeringer og overførsler til udlandet. Udgifter til materielindkøb fordeler sig på "forbrug i produktionen" og "investeringer". "Forbrug i produktionen" inkluderer mindre våben og ammunition, som afskrives samme år, de købes. "Investeringer" inkluderer større våbenindkøb, fx køretøjer og fly, som afskrives over en årrække. Figur B viser, hvordan det danske forsvars udgifter har fordelt sig siden 1998.

En stigning i antallet af ansatte i forbindelse med den kommende oprustning kan lægge pres på arbejdsmarkedet. Det ligger ikke fast, hvor mange fuldtidsansatte forsvaret skal øges med, men alene udvidelsen af værnepligten vil formentlig kræve over 5.000 personer eller ca. 0,2 pct. af den samlede danske arbejdsstyrke. Når der er færre personer i arbejdsstyrken til anden beskæftigelse, vil konkurrencen om at tiltrække arbejdskraft blive hårdere, hvilket kan lede til lønstigninger og følgende prisstigninger.

En stigning i dansk og europæisk materialeindkøb vil formentlig betyde relativt lidt for dansk økonomi, da Danmarks forsvarsindustri i udgangspunktet er meget lille. Flere af Danmarks største samhandelspartnere har dog relativt store våbenindustrier, fx Sverige, Tyskland, Storbritannien og USA. I lande, som producerer våben, kan stigningen i efterspørgsel øge kapacitetspresset, når produktionen skal udvides med mere kapital og arbejdskraft.

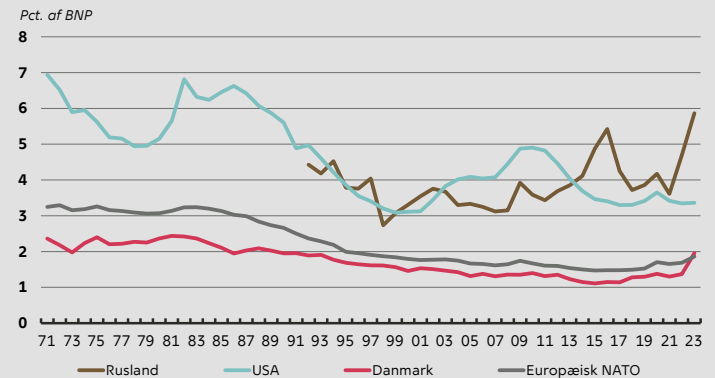
Overførsler til udlandet har tæt på ingen direkte effekt på dansk økonomi. De vil enten forværre statens løbende balance eller sænke lagerbeholdningen af materiel. Virkningen på kapacitetspresset kan derfor med rimelighed antages at være tæt på nul.

Større anlægsprojekter vil derimod kunne øge kapacitetspresset. Der har været diskussion om at oprette et skibsværft i Danmark som led i oprustningen. Anlægsprojektet alene skønnes at være i milliardklassen, hvilket ville kunne skabe yderligere kapacitets- og prispres i økonomien.

Fortsættes ...

FIGUR A

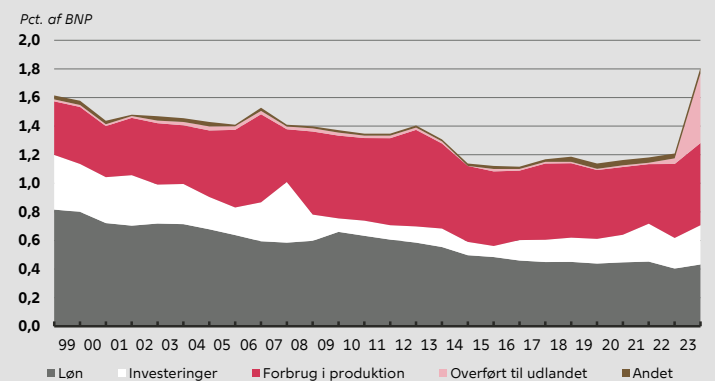
Militærudgifter er de seneste år begyndt at stige efter mange års fald



Anm.: Europæisk NATO inkluderer eks-Sovjetlande, som blev medlem af NATO fra 1993. Desuden inkluderes Sverige og Finland i hele perioden siden 1971.  
Kilde: Stockholm International Peace Research Institute, SIPRI.

FIGUR B

Danske militærudgifter som andel af BNP er steget kraftigt i 2023



Anm.: Militærudgifterne ovenfor opgøres anderledes end i SIPRI, som er datakilden til forrige figur. Det skyldes bl.a., at donationer af materiel, pensionsudgifter og nedskrivninger behandles forskelligt.  
Kilde: Danmarks Statistik OFF25.

... fortsat

### Finansiering

Presset, der skabes af oprustningen, kan helt eller delvist modvirkes af finansiering i form af skatter eller nedskæringer i andre offentlige udgifter. Som det ligger nu, er det dog ikke planen i Danmark. Det samme gælder for oprustningen i det meste af Europa.

### Europæisk militærindustri

Det er et selvstændigt mål for EU at gøre sig mere uafhængig af våbenimport udefra. I foråret 2024 fremlagde Europa-Kommissionen en plan, som bl.a. har som mål, at minimum 50 pct. af medlemslandenes militære indkøb skal komme fra andre EU-lande i 2030. Der er ikke offentliggjort nogen opgørelser af, hvor langt EU-landene faktisk er i forhold til målet, men en analyse fra tænketanken Bruegel indikerer, at netop målet på 50 pct. for våbenkøb fra EU allerede er nået i de fleste større lande.<sup>1</sup> Det skyldes til dels en præference for at købe militært isenkram af egne producenter.

Analysen fra Bruegel viser dog også, at andelen af import fra andre EU-lande er faldet siden 2018 i flere lande. Hvor Tyskland fx havde en importandel på 48 pct. fra EU i 2018, var den faldet til 35 pct. i 2023. Det kan skyldes, at produktionskapaciteten ikke har kunnet tilpasse sig hurtigt nok til at imødekomme den voldsomme stigning i efterspørgslen efter 2022. Hvis en større del af EU-landenes våbenkøb fremover skal komme fra EU, kan det øge aktiviteten, når våbenindustrien vokser for at imødekomme efterspørgslen.

<sup>1</sup> Se analysen *What role do imports play in European defense?* ([link](#)).

## 04

## Udsigt til lavere lønstigninger

Lønstigningerne på det danske arbejdsmarked er taget til det seneste år i tråd med de aftalte stigninger i overenskomstaftalerne fra foråret 2023. Lønstigningerne i industrien var i 2. kvartal 2024 på 6,9 pct., hvilket afspejler en samtidig regulering af både fritvalgsordningen og pensionbidrag i netop det kvartal. De høje lønstigninger har sammen med et kraftigt fald i inflationen resulteret i, at reallønnen i store dele af økonomien er tilbage på niveauet omkring 2021, før inflationen tog fart.

Markant lavere inflation kombineret med, at presset på arbejdsmarkedet ikke er taget til gennem det seneste år, giver udsigt til, at lønstigningerne på det private arbejdsmarked bliver lavere fra næste år. De seneste års høje lønstigninger ville på længere sigt ikke være forenelige med en lav, stabil inflation, men blev aftalt efter en periode med høj inflation og udbredt pres på arbejdsmarkedet.

## Høje lønstigninger det seneste år

Lønstigningerne på det private arbejdsmarked tog for alvor til efter overenskomstaftalen i begyndelsen af 2023, som fandt sted på bagkant af en periode med et betydeligt pres på arbejdsmarkedet, og hvor der i lyset af høje prisstigninger var et udbredt krav om kompensation for reallønstab blandt lønmodtagerne. Generelt har lønudviklingen fulgt det aftalte forløb i overenskomstforhandlingerne fra foråret 2023, hvilket også som oftest er tilfældet i Danmark, se figur 10. Det gælder selv i 2. kvartal, hvor en samtidig regulering af både fritvalgsordning og pensionsbidrag betød, at der var en kraftig, men ventet, lønstigning på 6,9 pct. i industrien opgjort ved Dansk Arbejdsgiverforenings lønindeks<sup>18</sup>, som bortfalder igen i 3. kvartal.<sup>19</sup>

De aftalte lønstigninger ved overenskomstforhandlingerne er normsættende for de efterfølgende decentrale forhandlinger i virksomhederne, hvor størstedelen af lønudviklingen bestemmes på det private arbejdsmarked. De lokale lønforhandlinger i virksomhederne giver mulighed for at tilpasse lønudviklingen til den økonomiske udvikling inden for en overenskomstperiode. Aktuelt vurderes der ikke at være et større opadrettet pres på lønningerne ud over det, som er aftalt ved overenskomstforhandlingerne.

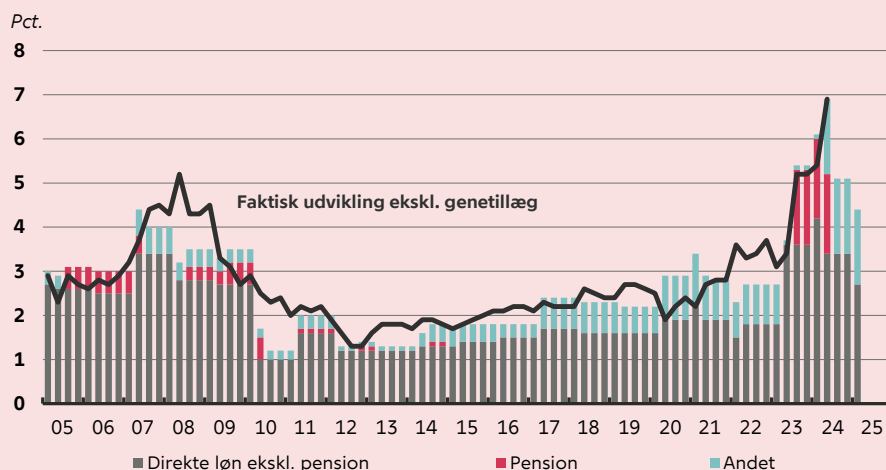
Lønstigningstakten forventes at forblive høj gennem resten af overenskomstperioden, som løber frem til 1. kvartal 2025, sammenlignet med niveauet før coronapandemien.



**Lønudviklingen har fulgt det aftalte forløb fra overenskomstforhandlingerne fra foråret 2023**

FIGUR 10

### Lønstigningstakter på DA-området følger i store træk de aftalte satser



Anm.: *Faktisk udvikling ekskl. genetillæg* er for fremstillingsindustrien. *Direkte løn ekskl. pension* er et gennemsnit af de aftalte satser på både mindstebetalings- og normallønsområdet (referenceforløbet), dvs. satserne aftalt i Industriens Overenskomst for arbejdere, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og Logistikoverenskomsten.

Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, Økonomiministeriet og egne beregninger.

<sup>18</sup> Løn ekskl. genetillæg.

<sup>19</sup> Den betydelige stigning i årsstigningstakten på 6,9 pct. i 2. kvartal er forventet og skyldes, at reguleringen af fritvalgsordningen (+2 pct.) er trådt i kraft, mens forhøjelsen af arbejdsgivers pensionsbidrag stadig optræder i årsstigningstakten (men bortfalder i 3. kvartal 2024).

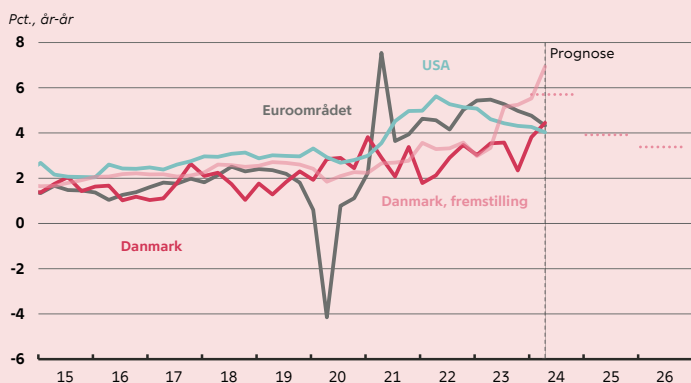


Når der ses bort fra den midlertidige dobbeltregulering i 2. kvartal, har lønstigningerne herhjemme det seneste år været lavere end i euroområdet, hvor stigningstakten tog markant til allerede i løbet af 2023, se figur 11. En del af forklaringen er timingen af overenskomstforhandlingerne, der ligger forskudt hen over året på tværs af lande. Aftalte lønstigninger i fx Tyskland, som forhandler tidligere end i Danmark, slår derfor tidligere igennem til de faktiske lønninger i euroområdet. I USA tog lønstigningerne allerede kraftigt til i 2021 som følge af et stort pres på arbejdsmarkedet. Siden er lønstigningstakten i USA fladet ud på omkring 4 pct. og er på nuværende tidspunkt lavere end i både Danmark og euroområdet.

Den betydeligt lavere inflation og høje nominelle lønstigninger har resulteret i, at reallønnen begyndte at stige igen herhjemme og i euroområdet i starten af 2023, se figur 12. Reallønnen afspejler, hvor meget forbrug lønnen kan omsættes til, og målt ved DA's lønindeks for fremstillingsindustrien var reallønnen i Danmark i begyndelsen af i år tilbage på niveauet i 2021, hvor inflationen tog til. Reallønnen målt som samlet lønsum pr. beskæftiget, som er sammenlignelig med euroområdet og USA, viser imidlertid, at reallønnen fortsat er under niveauet fra 2021, men at fremgangen har været stort set den samme på tværs af landene det seneste halvandet år. Forskelle i udviklingen imellem de to mål for dansk realløn skyldes dels, at lønsum pr. beskæftiget dækker hele økonomien og ikke kun den private sektor, dels at målet ikke tager højde for sammensætningseffekter som fx, at flere ældre er blevet på arbejdsmarkedet. Dette mål for reallønnen forventes også at stige den kommende periode.

FIGUR 11

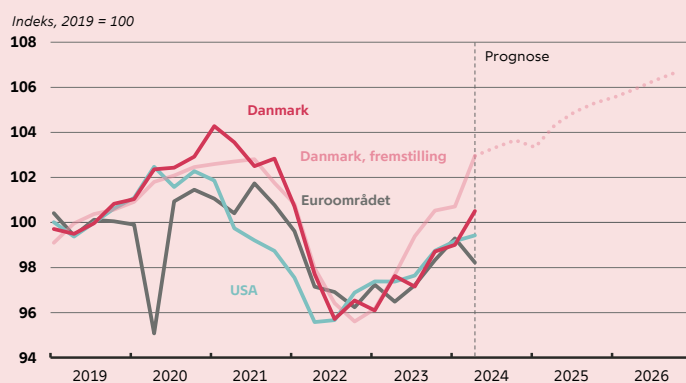
Lønstigninger i Danmark og i udlandet har været høje



Anm.: Serien for Danmark og euroområdet viser lønsum pr. beskæftiget for hele økonomien, og serien for USA viser *employment cost index* for hele økonomien. Lyserød linje viser lønnen i fremstillingsindustrien målt ved Dansk Arbejdsgiverforenings lønindeks, som er det lønbegreb, som Danmarks Nationalbank anvender. Punkteret linje er Danmarks Nationalbanks prognose.  
Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, ECB og US Bureau of Labor Statistics.

FIGUR 12

Reallønnen er taget betydeligt til



Anm.: Realløn er beregnet som nominel lønsum pr. beskæftiget/HICP-indeks for Danmark og euroområdet. For USA er der anvendt *employment cost index* som lønbegreb. Lyserød linje viser reallønnen i fremstillingsindustrien, som er det lønbegreb, som Danmarks Nationalbank anvender. Punkteret linje er Danmarks Nationalbanks prognose.  
Kilde: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics og egne beregninger.

I udlandet er der tegn på, at lønstigningerne vil tage af fra næste år, hvilket også er hovedscenariet i ECB's september-prognose<sup>20</sup>. Blandt andet indikerer de første lønkrav op til overenskomstforhandlingerne i Tyskland, at lønstigningerne

<sup>20</sup> Se ECB, *Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, september 2024.

i de kommende aftaler kan blive lavere end de foregående aftaler. Hvis det sker, kommer det formentlig til at påvirke løndannelsen herhjemme i mange eksportorienterede erhverv som fx industrien, der typisk er retningsgivende for det private arbejdsmarked i Danmark som helhed.

Herhjemme forventes lønstigningerne at forblive høje i år på 5,7 pct. I løbet af næste år forventes lønstigningerne på det private arbejdsmarked at falde til et mere moderat niveau. Det skyldes først og fremmest, at inflationen er kommet betydeligt ned, og dertil vurderes presset på arbejdsmarkedet ikke at være taget til det seneste år, hvilket lægger et mindre opadgående pres på lønstigningerne. Lønstigningerne i industrien forventes at være 3,9 pct. i 2025, og de er for hele året trukket af de aftalte stigninger fra de seneste overenskomstaftaler, der har virkning frem til og med første del af 2025. I 2026 skønnes taksten at falde til 3,4 pct., hvilket stadig er højere end i årene op til pandemien. Det er en forudsætning for en stabil prisudvikling i dansk økonomi de kommende år, at lønstigningstakten kommer ned fra de seneste års høje niveauer, da de på længere sigt ikke vil være forenelige med en lav, stabil inflation.

De danske lønstigninger er i store træk på linje med lønstigningerne i euroområdet, og ECB forventer, at lønstigningerne vil være 4,5 pct. i 2024, 3,6 i 2025 og 3,2 pct. i 2026. Det amerikanske Congressional Budget Office forventer, at lønstigningerne i USA gradvist vil aftage til 4,1 pct. i 2024 og 3,7 pct. i 2025.

Prognosen indebærer en fortsat stigende realløn gennem hele perioden. Dermed forventes forløbet for reallønnen i store træk at følge modelberegninger for et midlertidigt kontraktivt udbudsstød, hvor reallønnen kortvarigt svækkes, ved at økonomien rammes af stigende energipriser og forstyrrelser af globale forsyningskæder, men herefter gradvist genoprettes, se boks 3.



**Lønningerne på det private arbejdsmarked forventes at stige med 3,9 pct. til næste år**

**BOKS 3**

**Høje energipriser og forstyrrelser af globale forsyningskæder har midlertidigt svækket reallønnen**

I euroområdet og Danmark har den betydelige stigning i inflationen siden 2021 særligt været drevet af kontraktive udbudsstød i form af højere energipriser og udfordringer i de globale forsyningskæder.<sup>1</sup> Det resulterer isoleret set i en midlertidig svækkelse af reallønnen, hvilket kommer til udtryk ved, at inflationen i en periode stiger mere end lønstigningerne. Dette er i tråd med reallønsudviklingen gennem 2022 for Danmark, se de første 4 kvartaler i figur A. Efterfølgende overhales inflationen af lønstigningstaksten, efterhånden som stødet dør ud og reallønnen genoprettes, hvilket også har været tilfældet gennem 2023.

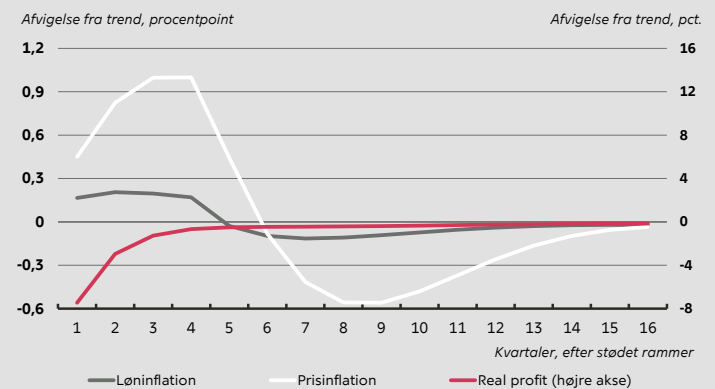
Dynamikkerne beskrevet ovenfor illustreres i denne boks ved hjælp af en *dynamic stochastic general equilibrium model*, DSGE-model, for dansk økonomi.<sup>2</sup> DSGE-modeller er kendetegnet ved, at der indgår strukturelle stød til fx produktivitet og husholdningers præferencer. Det gør, at modellen er en oplagt ramme til at analysere effekterne af forskellige typer stød. Både pris- og løninflation bestemmes af nykeynesianske Phillipskurve-relationer, hvor trægheder i pris- og løndannelsen medfører, at priser og lønninger tilpasser sig gradvist, når økonomien rammes af stød. Fremadskuende adfærd gør samtidig, at priser og lønninger justeres ud fra virksomheders og husholdningers forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling.

Figur A viser modellens bud på, hvordan pris- og løninflation reagerer på et udbudsstød, som midlertidigt sænker virksomhedernes produktivitet.<sup>3</sup> Fordi stødet kun gradvist vælter over i højere priser, sænker det virksomhedernes profit.<sup>4</sup> Virksomhederne reducerer samtidig deres efterspørgsel efter arbejdskraft og kapital, hvilket lægger et nedadgående pres på reallønnen og kapitalafkastet.

Fortsættes ...

**FIGUR A**

**Udbudsstød øger priser og lønninger, men svækker midlertidigt reallønnen ...**



Anm.: Forløbet for løn- og prisinflationen er vist som procentpointafvigelser i årsstigningstaksten fra trend, hvor stødet ikke fandt sted (trend).

Kilde: Egne beregninger på Danmarks Nationalbanks DSGE-model.

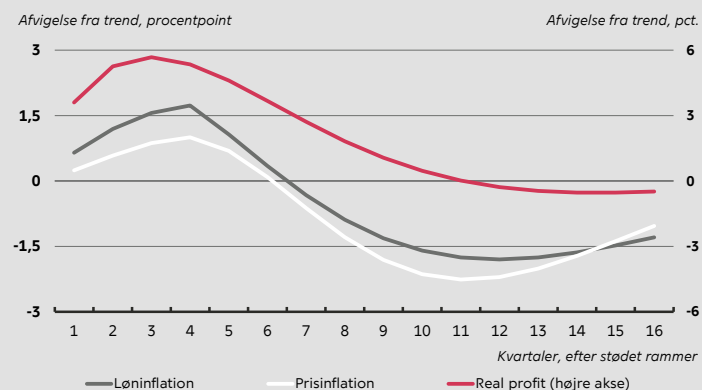
... fortsat

Både priser og nominelle lønninger stiger derfor, men husholdningerne oplever et reallønsfald umiddelbart efter stødet. I Danmark steg inflationen betydeligt igennem 2022, men lønningerne var samtidig relativt uændrede. Dette skyldes bl.a. timingen af overenskomstaftaler, der først lå i begyndelsen af 2023, hvilket ikke er inkluderet i modellen, og dermed er den faktiske udvikling i lønstigningerne forsinket i forhold til modellen. I stødscenariet er reallønsfaldet mindre end faldet i produktiviteten, da stigningstakten for priser ifølge modellens estimater er højere end for lønninger. Fordi stødet kun har en midlertidig effekt, genoprettes reallønnen efterfølgende. Den nominelle løninflation ligger derfor i en periode over prisinflationen, som dykker under sit udgangspunkt, efterhånden som udbudsstødet forsvinder. Det svarer til den faktiske udvikling i de nominelle lønninger, der er taget betydeligt til det seneste år, mens inflationen samtidig er kommet ned.

Ekspansive efterspørgselsstød har også spillet en rolle i at øge inflationen, men disse modvirker reallønsfaldet fra udbudsstødet.<sup>5</sup> Efter et ekspansivt efterspørgselsstød øges priser og nominelle lønninger også, se figur B.<sup>6</sup> I modsætning til et udbudsstød oplever husholdninger dog ikke et reallønsfald, når efterspørgselsstødet rammer. Dette skyldes, at virksomhederne øger både priser og efterspørgslen efter arbejdskraft for at efterkomme den højere efterspørgsel efter deres varer. Både priser og nominelle lønninger stiger således, men med en højere stigningstakt for lønninger, umiddelbart efter stødet rammer. Virksomhedernes profit stiger også, da løntrægheden ifølge modellens estimater er tilstrækkelig stærk til, at reallønsstigningen ikke sænker profitten.<sup>7</sup>

FIGUR B

... mens efterspørgselsstød hæver reallønnen



Anm.: Forløbet for løn- og prisinflationen er vist som procentpointafvigelser i årsstigningstaksten fra trend, hvor stødet ikke fandt sted (trend).

Kilde: Egne beregninger på Danmarks Nationalbanks DSGE-model.

<sup>1</sup> Se fx Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023, Guido Ascari, Paolo Bonomolo, Marco Hoeberichts og Riccardo Trezzi, The Euro Area Great Inflation Surge, *De Nederlandsche Bank Analysis Series*, februar 2023, Óscar Arce, Matteo Ciccarelli, Antoine Kornprobst og Carlos Montes-Galdón, What caused the euro area post-pandemic inflation?, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 343, februar 2024, og Christoffer Jessen Weissert, Trends og cykler i dansk økonomi, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 3, maj 2024.

<sup>2</sup> Modellen er en ny version af Nationalbankens DSGE-model, der er blevet estimeret på data fra 1995 til og med 2019. For en beskrivelse af modellen, se Jesper Pedersen og Søren Hove Ravn, What Drives the Business Cycle in a Small Open Economy? Evidence from an estimated DSGE Model of the Danish Economy, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 88, december 2013.

<sup>3</sup> Energivarer er ikke inkluderet i modellen. Derfor anvendes et produktivitetsstød, hvilket påvirker virksomhederne ved at sænke deres produktion for en given mængde kapital og arbejdskraft. Stødet skaleres således, at inflationen øges med 1 procentpoint over tid.

<sup>4</sup> Profit i boksen defineres som real indtjening fratrukket reale lønudgifter, hvilket er tæt på begrebet bruttorestindkomst i nationalregnskabet (se Morten Spange og Christoffer Jessen Weissert, Virksomhedernes indtjening og inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, september 2023). Profitbegrebet er derfor ikke lig ren økonomisk profit i fagøkonomisk forstand.

<sup>5</sup> Særligt Domenico Giannone og Giorgio E. Primiceri, The drivers of post-pandemic inflation, *ECB Forum on Central Banking*, juli 2024, fremhæver efterspørgselsstøds rolle siden 2021.

<sup>6</sup> Efterspørgselsstødet tager form af et såkaldt risikopræmiestød, som sænker husholdningernes efterspørgsel efter sikre og likvide aktiver. Faldet i opsparing omsættes til højere forbrug af husholdningerne. Stødstørrelsen skaleres således, at det giver en stigning i inflation på 1 procentpoint.

<sup>7</sup> Se fx Florin O. Bilbiie og Diego R. Känzig, Greed? Profits, Inflation, and Aggregate Demand, *NBER Working Paper Series*, nr. 31618, oktober 2023, for en grundig analyse af profiters rolle i transmissionen af efterspørgselsstød i DSGE-modeller.

## 05

# Inflationen stabiliserer sig omkring 2 pct.

Siden starten af 2024 er inflationen i Danmark steget en smule igen efter at være faldet kraftigt igennem 2023. Det skyldes primært, at energipriserne ikke længere falder, og dermed bortfalder de negative inflationsbidrag. Inflationen løftes for tiden af prisstigninger på tjenesteydelser, som stiger moderat, hvilket skal ses i lyset af de seneste års høje lønstigninger. Udviklingen i importpriserne i Danmark er dæmpet, bl.a. som følge af bedre balance imellem verdensøkonomiens udbuds- og efterspørgselsside. Det er bl.a. sket som følge af den stramme pengepolitik i USA og Europa. De pengepolitiske renter er fortsat på et relativt højt niveau, hvilket isoleret set fortsat dæmper inflationen i både Danmark og udlandet.

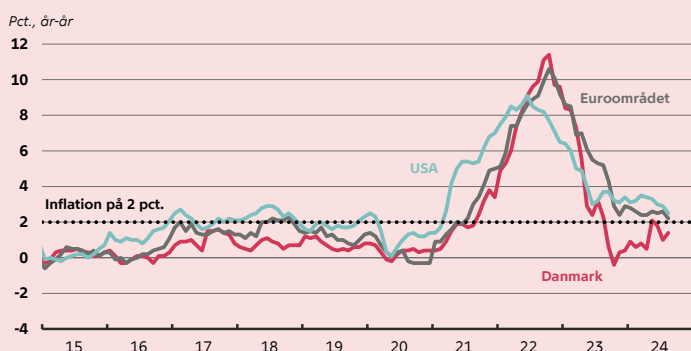
Inflationen ventes at stabilisere sig omkring 2 pct. i prognoseperioden, under forudsætning af at lønstigningstakten aftager som forventet de kommende år. Det primære inflationsbidrag i prognosen kommer fra indenlandske forhold. På kort sigt ventes gennemslaget fra de seneste års høje lønstigninger i nogen grad stadig at finde vej til forbrugerpriserne – herunder især i priserne på tjenester. Inflationsforventningerne er fortsat velforankrede, og prisudviklingen i dansk økonomi vurderes samlet set at være i overensstemmelse med målsætningen om stabile priser.

## Inflationen er steget en smule i 2024

Efter kraftigt faldende inflation i 2023 er inflationen i Danmark igen steget en smule i 2024 og lå i august måned på 1,4 pct., se figur 13. Stigningen skyldes hovedsageligt, at energipriserne ikke længere falder, og at de store negative inflationsbidrag fra energi nu er bortfaldet, se figur 14. Aktuelt bidrager tjenestepriiserne med det største inflationsbidrag, hvilket skal ses i lyset af de seneste års høje lønstigninger. Det store fald i inflationen tilbage i 2023 skete primært som følge af et lavere inflationspres fra globale forhold, hvor særligt faldende energipriser trak inflationen kraftigt ned.

FIGUR 13

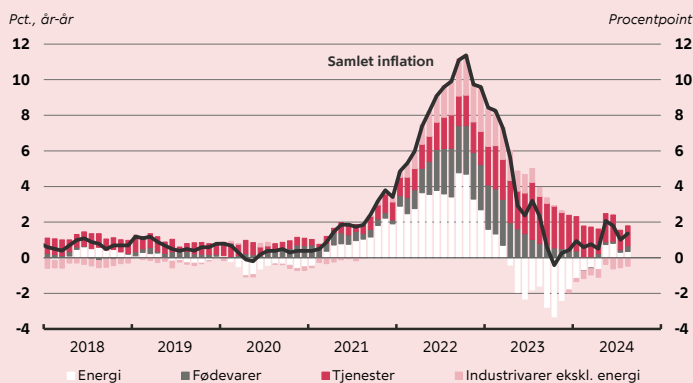
### Inflationen er steget lidt igen i 2024



Anm.: HICP-inflation for Danmark og euroområdet, og CPI-inflation for USA.  
Seneste observation er august 2024.  
Kilde: Macrobond.

FIGUR 14

### Tjenestepriiserne driver udviklingen i inflationen



Anm.: Dekomponering af HICP-inflation for Danmark. Inflationsbidrag er angivet på højre akse. Seneste observation er august 2024.  
Kilde: Macrobond.

I euroområdet har inflationen været omtrent flad i 2024 efter et stort fald i inflationen gennem 2023. Faldet i 2023 har imidlertid været større i Danmark end i euroområdet. Det skyldes bl.a., at forbrugerpriserne på energi er faldet hurtigere og kraftigere i Danmark end i euroområdet.<sup>21</sup>

Samlet set er inflationspreset i dansk økonomi aftaget markant. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisstigninger opgjort ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, er faldet kraftigt siden toppen i 2023, og kerneinflationen var i august måned 1,0 pct., se figur 15. Selvom kerneinflationen er opgjort ekskl. energi, så har de indirekte effekter fra energi været den primære drivkraft i udviklingen i kerneinflation gennem de seneste år, se figur 16.<sup>22</sup>

Kerneinflationen er fortsat højere i euroområdet og USA end i Danmark. Det skal netop ses i lyset af, at bidraget fra de indirekte energieffekter i kerneinflationen er bortfaldet hurtigere i Danmark sammenlignet med euroområdet.<sup>23</sup> Samtidig har lønvæksten indtil for nylig været lidt kraftigere i euroområdet end i Danmark, hvilket har bidraget til højere inflation på tjenesteydelser i euroområdet. Endelig



**Samlet set er inflationspreset i dansk økonomi aftaget markant**

<sup>21</sup> Se kapitel 4, "Inflationen er på vej ned", i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023.

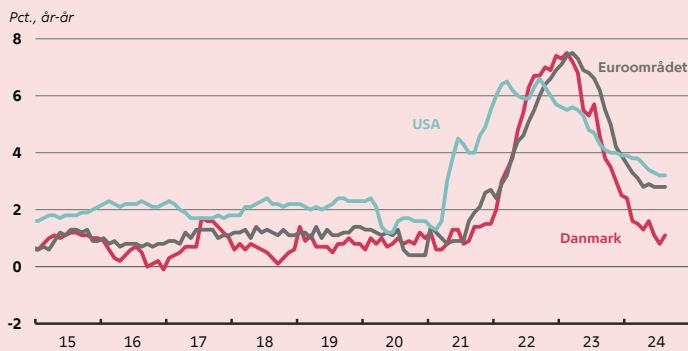
<sup>22</sup> Indirekte energieffekter i kerneinflationen dækker over, at stigende energipriser indirekte påvirker priserne bredt i økonomien, da energi er en vigtig inputomkostning i mange brancher.

<sup>23</sup> Selvom kerneinflation er opgjort ekskl. direkte effekter fra energi og fødevarer, så påvirker energipriserne virksomhedernes produktionsomkostninger på andre varer og tjenester, og dermed påvirkes kerneinflationen indirekte af ændringer i energipriserne.

er inflationen på varige forbrugsgoder – herunder biler – faldet kraftigere i Danmark end i euroområdet. Det betyder ikke nødvendigvis, at drivkræfterne bag prisudviklingen er svagere i dansk økonomi, men kan også afspejle midlertidige lokale markedsudsving.

FIGUR 15

### Kerneinflationen i Danmark er faldet kraftigt og ligger fortsat noget under euroområdet

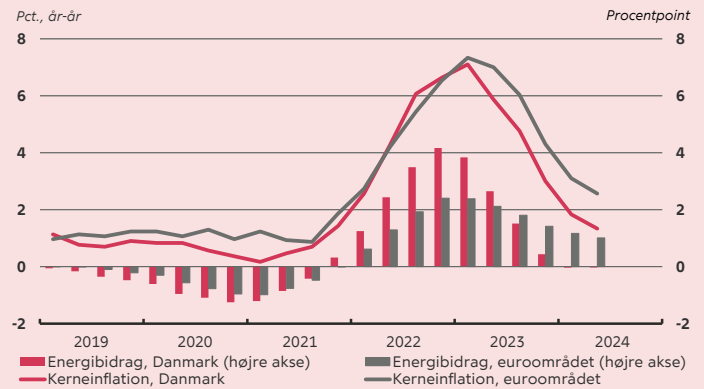


Anm.: HICP-kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer, for Danmark og euroområdet. For USA vises CPI kerneinflationen. Seneste observation er august 2024.

Kilde: Macrobond.

FIGUR 16

### Bidrag til kerneinflationen fra indirekte effekter af høje energipriser er bortfaldet hurtigere i Danmark



Anm.: For en nærmere beskrivelse af modellen, se kapitel 4, "Inflationen er på vej ned", i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts 2023.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

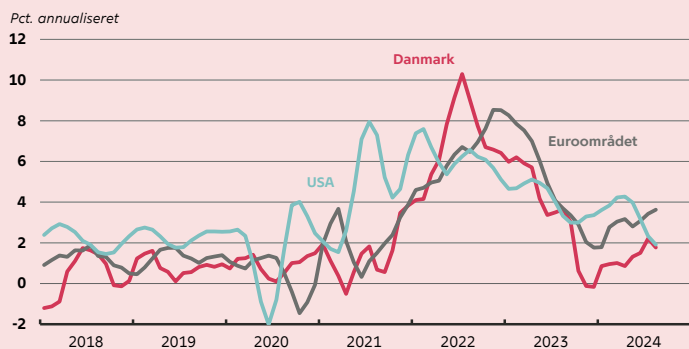
## Indenlandske forhold har drevet den danske inflation i 2024

Inflationen i dansk økonomi har gennem 2024 hovedsageligt været drevet af indenlandske forhold. I 2024 har der været en stigning i det såkaldte momentum i kerneinflationen, som angiver, hvad den årlige inflation ville være, hvis prisstigningerne de seneste tre måneder fortsætter uændret, se figur 17. Den udvikling er i høj grad drevet af prisudviklingen på tjenester og skal ses i lyset af de seneste års høje lønstigninger.<sup>24</sup> Det tiltagende momentum kan indikere, at kerneinflationen målt ved årsstigningstakten er på vej opad igen. En tilsvarende tendens i momentum ses i euroområdet, hvorimod momentum i USA fortsat er aftagende. Tjenestepriserne er en central komponent i kerneinflationen, og momentum i de danske tjenestepriser er også steget relativt kraftigt over sommeren og lå i august måned på 4,4 pct., se figur 18.

<sup>24</sup> Se Rasmus Mose Jensen og Nikolaj Mose Dreisig Hansen, Lønstigninger forlænger periode med høj kerneinflation, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 11, september 2023.

FIGUR 17

Momentum i kerneinflationen er tiltaget i 2024 ...

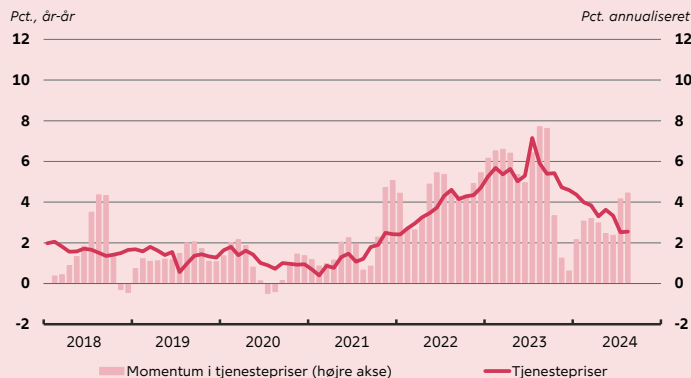


Anm.: *Momentum* angiver sæsonkorrigerede tremåneders vækstrater. For en uddybning af momentum, se også boks 1 i Danmarks Nationalbank, Fortsat højt inflationspres kræver stram økonomisk politik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 13, september 2023. Seneste observation er august 2024.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

FIGUR 18

... hvilket i høj grad drives af tjenestepriserne



Anm.: *Momentum* angiver sæsonkorrigerede tremåneders vækstrater. For en uddybning af momentum, se også boks 1 i Danmarks Nationalbank, Fortsat højt inflationspres kræver stram økonomisk politik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 13, september 2023. Seneste observation er august 2024.

Kilde: Eurostat og egne beregninger.

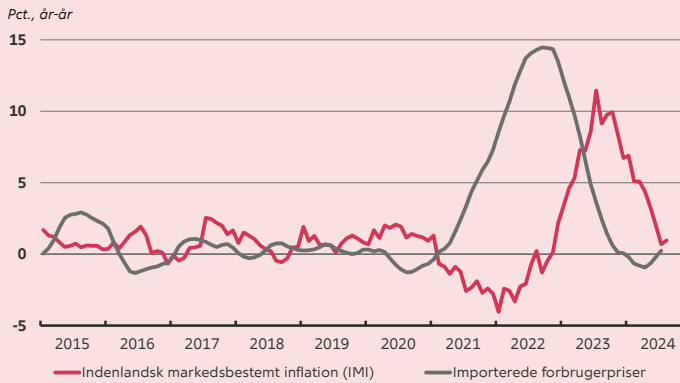
Tjenestepriserne indgår også i den såkaldte indenlandske markedsbaserede inflation, IMI.<sup>25</sup> IMI fraregner bl.a. direkte og indirekte prisstigninger på energi og importerede varer og tjenester for at tydeliggøre den rent indenlandske prisudvikling. Årsstigningstakten i IMI har igennem 2024 ligget højere end for de importerede forbrugerpriser, hvilket indikerer, at inflationen har været drevet af indenlandske forhold, se figur 19. IMI er dog samtidig faldet gennem det meste af 2024 og lå i august måned på 1,0 pct.

Gennemslaget fra lønstigningerne til forbrugerpriserne er afgørende for udviklingen i inflationen. En dekomponering af virksomhedernes salgspriser viser, at bidraget fra enhedslønomkostninger – dvs. lønomkostninger pr. produceret enhed – til danske virksomheders salgspriser blev forøget i 2023, og de har været den primære drivkraft bag udviklingen i 2024, se figur 20. I 2023 udgjorde indtjening et større bidrag til salgspriserne end lønningerne, hvor bl.a. faldende materialepriser gav rum til stigende enhedsindtjening. I år har bidraget fra enhedsindtjening – dvs. virksomhedernes indtjening pr. produceret enhed – indtil videre har været omtrent neutralt. Når materialepriserne ikke længere falder, som de gjorde i 2023, bliver det alt andet lige sværere for virksomhederne at absorbere stigende lønomkostninger uden at sætte priserne op eller reducere profitten.

<sup>25</sup> *Indenlandsk markedsbestemt inflation (IMI)* fraregner direkte og indirekte prisstigninger på energi og importerede varer samt prisstigninger på uforarbejdede fødevarer, husleje og administrerede priser opgjort uden skatter. For en uddybning af IMI, se også boks 4 i Danmarks Nationalbank, Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, 15. marts 2023.

FIGUR 19

### Inflationen i importerede forbrugerpriser har ligget under den indenlandske inflation siden midten af 2023

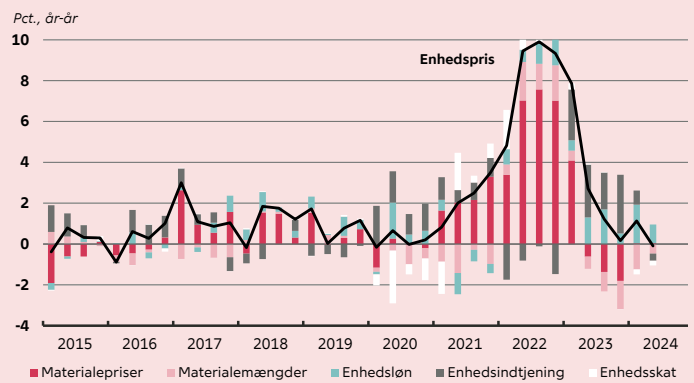


Anm.: *Indenlandsk markedsbestemt inflation (IMI)* fraregner direkte og indirekte prisstigninger på energi og importerede varer samt prisstigninger på uforarbejdede fødevarer, husleje og administrerede priser opgjort uden skatter. Seneste observation er august 2024.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 20

### Lønstigninger trækker danske virksomheders salgspriser opad



Anm.: Dekomponering af deflatoren for produktionsværdi i private byerhverv ekskl. forsyning og transport. Dermed er der set bort fra landbrug, råstofindvinding, forsyning og transport, hvor prisdannelsen er kendetegnet ved kun i beskedent omfang at afspejle indenlandske forhold, samt den offentlige sektor, hvor den opgjorte prisudvikling i stort omfang er imputeret og ikke afspejler en markeds mæssig prisdannelse.

Kilde: Dansk Industri, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

### Inflationen forventes at stige en smule det kommende år for derefter at stabilisere sig omkring 2 pct., i takt med at lønstigningstakten aftager

I de kommende år vil det også være indenlandske forhold, som skubber på forbrugerpriserne, mens bidraget fra globale forhold forudsættes at forblive afdæmpet. Samlet set vurderes prisudviklingen i dansk økonomi over de kommende år at være afdæmpet og i overensstemmelse med målsætningen om stabile priser. Det er dog under forudsætning af, at de nuværende høje lønstigninger dæmpes som forventet i de kommende år. Hvis lønstigningerne derimod ikke aftager i det ventede omfang, kan det give anledning til mere vedvarende inflation i dansk økonomi end forudsat i prognosen, særligt i tjenestepriiserne.

Inflationen ventes i prognosen at stige til op imod 2,5 pct. i midten af 2025. Det skyldes primært en forventning om, at de seneste års høje lønstigninger i nogen grad fortsat vil finde vej til forbrugerpriserne i det kommende år – herunder især til priserne på tjenester. I takt med at lønstigningerne forventes at aftage i 2025, ventes inflationen at falde gradvist tilbage omkring 2 pct. i 2026, se figur 21. Samlet set skønnes inflationen at blive på 1,3 pct. i 2024, 2,1 pct. i 2025 og 1,8 pct. i 2026. Kerneinflationen ventes overordnet at blive på omtrent samme niveau som den samlede inflation i prognoseperioden.

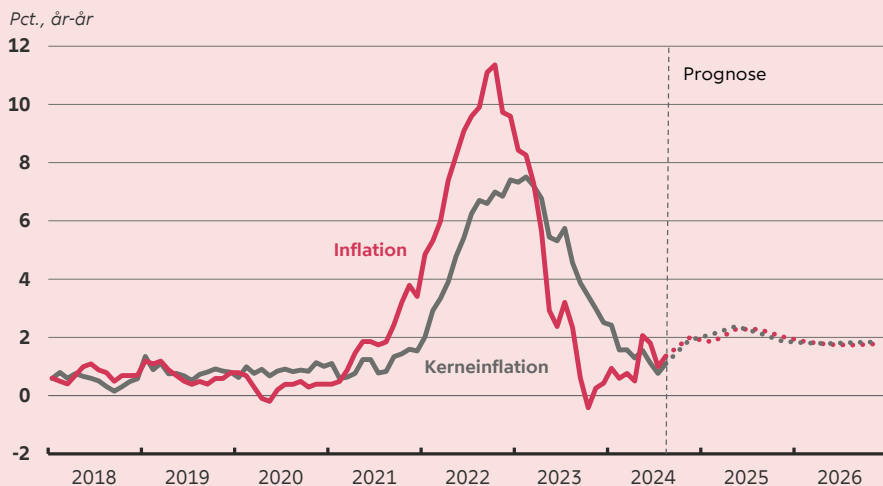


**Inflationen forventes at stabilisere sig omkring 2 pct.**



FIGUR 21

**Inflationen forventes at være relativt stabil i de kommende år**



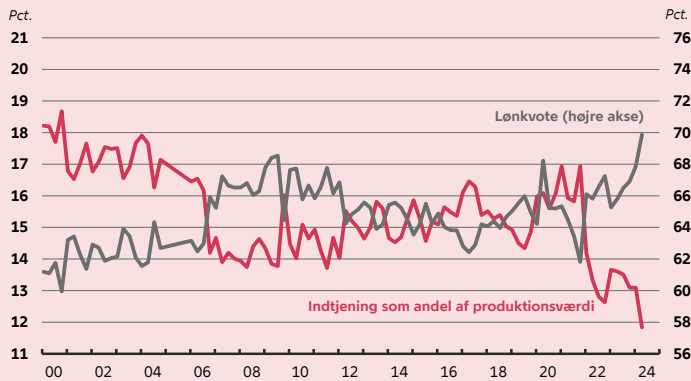
Anm.: Seneste faktiske tal er fra august 2024.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Prognosen for inflationen beror på en vurdering, der indebærer, at virksomhederne i nogen grad vil overvælge de stigende lønomkostninger til deres salgspriser. Det skyldes, at virksomhedernes indtjening som andel af produktionsværdi allerede er meget lav i historisk sammenhæng, når der ses på virksomheder ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab, se figur 22. Det gør det alt andet lige sværere for virksomhederne at absorbere lønstigningerne i profitten. På samme tid forventes også en moderat forbedring af efterspørgslen i økonomien, hvilket giver virksomhederne bedre mulighed for at opretholde salget ved højere priser. Modsat kan den højere enhedsindtjening i 2023 også have polstret virksomhederne til de højere lønudgifter, hvilket delvist kan absorbere de stigende lønomkostninger. Medregnes produktion i udlandet under dansk ejerskab, så ligger virksomhedernes indtjening som andel af produktionsværdi på et relativt højt niveau, se figur 23. I det omfang, at indtjening fra produktion i udlandet bruges til aflønning i Danmark, kan det mindske virksomhedernes behov for at sætte salgspriserne op. Produktion i udlandet under dansk ejerskab er dog i høj grad drevet af enkelte store virksomheder, og samlet set forventes lønstigningerne på det danske arbejdsmarked derfor i nogen grad at sætte sig i de danske salgspriser og finde vej til forbrugerpriserne.

Nationalbankens skøn for inflationen i Danmark de kommende år ligger omtrent på niveau med ECB's forventning til inflationen i euroområdet. ECB's prognose for euroområdet fra september viser en stigning i forbrugerpriserne på 2,2 pct. i 2025 og 1,9 pct. i 2026. Der er således ikke udsigt til nævneværdige forskelle i inflationen mellem Danmark og euroområdet i prognoseperioden.

FIGUR 22

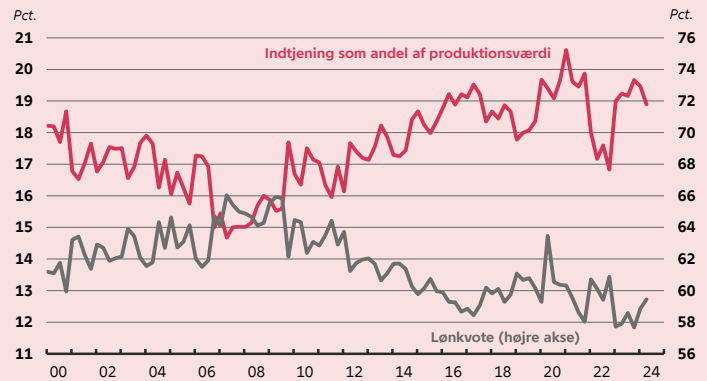
**Virksomhedernes indtjening ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab er historisk lav ...**



Anm.: Private byerhverv ekskl. forsyning, transport og produktion i udlandet under dansk ejerskab.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

FIGUR 23

**... mens indtjeningen er høj inkl. produktion i udlandet under dansk ejerskab**



Anm.: Private byerhverv ekskl. forsyning og transport.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

**Pengepolitikken er fortsat stram trods rentenedsættelser**

Den lavere inflation har fået ECB og den amerikanske centralbank, Fed, til at lempe pengepolitikken. ECB har nedsat renten med 0,5 procentpoint hen over sommeren, og Nationalbanken er fulgt efter med tilsvarende rentenedsættelser. Senest har Fed ligeledes sat renten ned med 0,5 procentpoint i september måned. Markedsdeltagerne forventer, at ECB og Fed ved udgangen af 2024 har sat renten yderligere ned fra det nuværende niveau, og pengepolitikken forventes dermed gradvist at blive mere neutral over det kommende år.

Selvom de pengepolitiske renter er blevet sat ned, vurderes pengepolitikken og de finansielle forhold fortsat at være stramme og at dæmpe inflationen og aktiviteten i dansk økonomi.<sup>26</sup> Prisen på ny finansiering er fortsat høj, og optaget af ekstern finansiering er afdæmpet, på trods af at renterne på nye lån er faldet i 2024. Modelestimer viser, at størstedelen af det forventede gennemslag fra de pengepolitiske renteforhøjelser i 2022-2023 til omkostningerne ved ny gældsfinansiering for danske husholdninger og virksomheder nu er sket.

<sup>26</sup> Se Danmarks Nationalbank, Renterne er sat ned, men pengepolitikken er fortsat stram, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 13, september 2024.

06

## **Fremgang i husholdningernes købekraft understøtter forbrugsvækst de kommende år**

Fremgang i husholdningernes købekraft har endnu ikke vist sig i det samlede private forbrug, som bl.a. stadig holdes nede af de seneste års rentestigninger.

Forventningen om et robust arbejdsmarked og pæne lønstigninger bidrager til, at indkomsterne i husholdningerne fortsætter med at stige de kommende år. Mindre restriktive finansielle vilkår forventes at øge væksten i det private forbrug og boligpriserne fremover.

### Fortsat afdæmpet forbrug

Forbruget i husholdningerne er fortsat afdæmpet, og det samlede private forbrug er i løbet af år faldet med 0,8 pct., se figur 24. Tilbagegangen skal ses i lyset af, at privatforbruget steg relativt kraftigt i slutningen af 2023, hvilket bl.a. kan henføres til store udsving i bilforbruget, hvor en stor del af forbruget blev fremrykket inden årsskiftet som følge af indførelsen af højere registreringsafgift på visse typer elbiler. Faldet afspejler imidlertid også tilbagegang inden for en række andre forbrugsgrupper. Omvendt trækker en stigning i forbruget af bl.a. restauranter og boligbenyttelse op, mens der også har været en svag fremgang i detailsalget.

Den svage udvikling i det samlede forbrug står i kontrast til den fortsatte fremgang på arbejdsmarkedet og den betydelige genopretning af reallønnen. Samtidig bidrager den seneste tids lave inflation til en betydelig stigning i husholdningernes reale disponible indkomster. Forbrugernes tilbageholdenhed viser sig også i forbrugertilliden, der indikerer, at forbrugernes forventninger til deres egen og dansk økonomi stadig er pessimistiske. Husholdningernes tilbageholdenhed skyldes bl.a., at mange husholdningers budgetter stadig er påvirket af høje nettorenteudgifter som følge af en fortsat stram pengepolitik. Det reducerer alt andet lige forbrugsmulighederne, især for likviditetsbegrænsede husholdninger. Derfor vurderes det isoleret set, at gennemslaget fra den stramme pengepolitik endnu har en afdæmpende effekt på forbruget.<sup>27</sup>

Forbruget i husholdningerne er imidlertid holdt oppe af høje nettoformuer, der understøtter en vis forbrugsudjævning. Selv husholdninger, som indtil nu har oplevet de største stigninger i renteudgifter, har til en vis grad kunnet imødegå højere udgifter ved at reducere deres løbende opsparing, hvilket alt andet lige har givet en mere afdæmpet effekt på forbruget af stigende nettorenter, se boks 4.

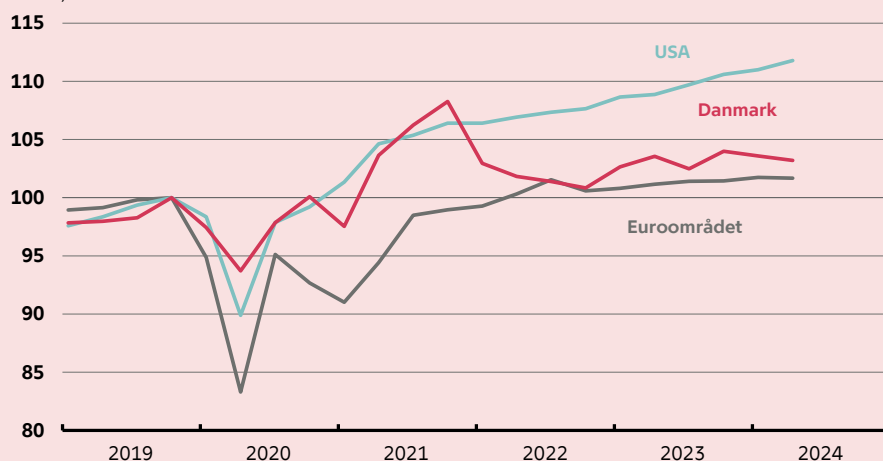


**Det private forbrug dæmpes fortsat af de høje renter**

FIGUR 24

### Husholdningerne holder stadig igen med forbruget

Indeks, 4. kvartal 2019 = 100



Anm.: I figuren vises reelt privat forbrug.

Kilde: Eurostat, Bureau of Economic Analysis og egne beregninger.

<sup>27</sup> Se Andersen, Jørgensen, Kuchler, Larsen, Læssøe, Otte, Spange og Weissert, Effekter af pengepolitiske renteforhøjelser, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 5, marts 2024.

Selvom forbruget herhjemme har udviklet sig svagt, har det danske privatforbrug stadig været stærkere end euroområdet, hvor udviklingen på arbejdsmarkedet har været mere afdæmpet. I USA er privatforbruget steget kraftigere end i Danmark de seneste år, hvilket især kan tilskrives nedsparring af de formuer, som amerikanerne opbyggede under pandemien, kombineret med høje nominelle lønstigninger og en mere lempelig økonomisk politik end i euroområdet i kølvandet på pandemien.<sup>28</sup>

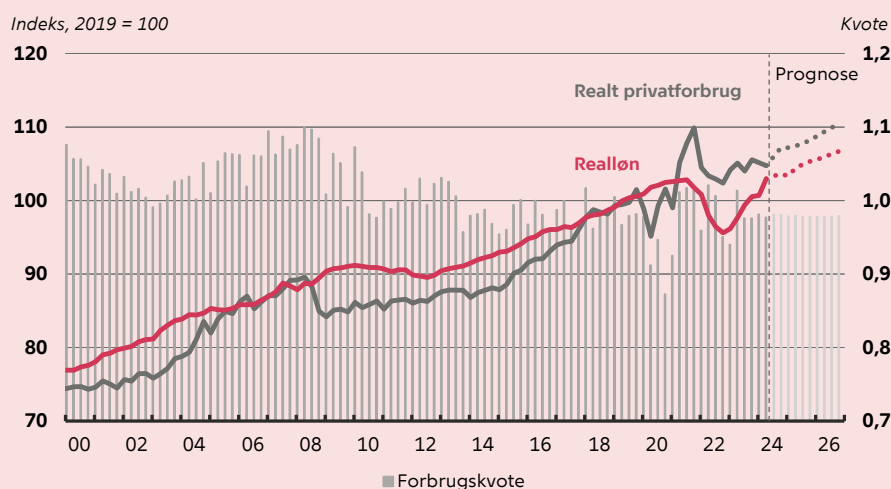
### Højere forbrugsvækst understøttes fremadrettet af stigende indkomster

Forbruget i husholdningerne forventes at stige i et lavt tempo resten af året. På den ene side forventes fremgangen i husholdningernes reale disponible indkomster at slå igennem til højere forbrug, mens den stramme pengepolitik på den anden side vurderes at have en afdæmpende effekt.<sup>29</sup> Det private forbrug forventes i år at stige med 1 pct., se figur 25.

I takt med at de finansielle vilkår gradvist bliver mindre restriktive, forventes væksten i forbruget at tage til. Forbruget ventes igen at følge fremgangen i indkomsterne, og forbrugskvoten, dvs. forholdet mellem forbrug og disponibel indkomst, skønnes at være omtrent uændret gennem prognosen. Det private forbrug ventes at stige med 1,8 pct. i 2025 og 2026.

FIGUR 25

### Forbruget ventes at følge fremgangen i indkomsten de kommende år



Anm.: Forbrugskvoten er beregnet som privatforbruget i procent af disponibel indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>28</sup> Se bl.a. IMF, *World Economic Outlook*, april 2024.

<sup>29</sup> Se Danmarks Nationalbank, Renterne er sat ned, men pengepolitikken er fortsat stram, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 13, september 2024.

BOKS 4

**Høje indlån har understøttet en vis forbrugsudjævning**

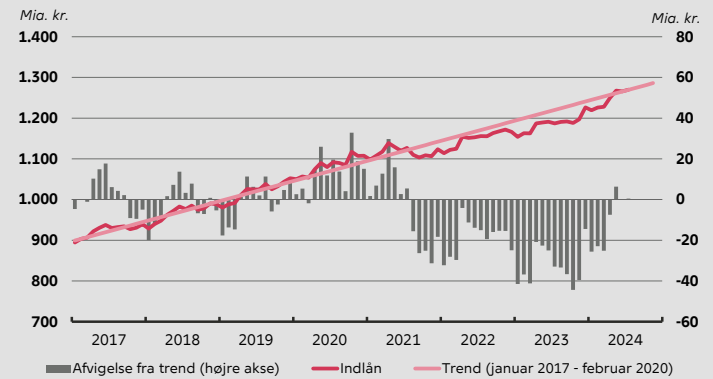
Danske husholdninger har store finansielle opsparinger, hvoraf en del består af indlån i pengeinstitutter. I juli måned 2024 var husholdningernes samlede indlån 1.270 mia. kr., hvilket svarer til lidt mindre end deres samlede disponible indkomst i hele 2023. De store indlån blev opbygget yderligere under pandemien, hvor kombinationen af høje indkomststigninger og engangsudbetalinger sammen med lavt forbrug kan have betydet, at husholdningerne sparede mere op end normalt. Dertil har der været betydelige værdistigninger på husholdningernes formue i værdipapirer i samme periode.<sup>1</sup>

Husholdningerne har fra midten af 2021 frem til første del af 2024 sparet mindre op end den historiske trend, se figur A. Det dækker en periode med rentestigninger, der også i tiltagende grad er slået igennem til husholdningernes budgetter. Der kan være flere årsager til udviklingen i husholdningernes indlån, der bl.a. kan afspejle, at husholdningerne placerer formue på anden vis, fx i værdipapirer. Men i lyset af at forbruget har været dæmpet i samme periode, som renteudgifterne er vokset i mange husholdninger, tyder det på, at husholdningerne også har trukket på indlån, fordi de har haft et øget behov for forbrugsudjævning i takt med stigende nettorenteudgifter.

Husholdningerne er blevet påvirket i forskellig grad af stigende renter. For de fleste boligejere med boligfinansiering udgør rentebetalingerne en betydelig del af deres budget, og for nogle kan det have været nødvendigt at trække på likvid opsparring for at opretholde forbruget på et ønsket niveau. Figur B viser ændringer i husholdningernes bankindestående skaleret til deres indkomster, hvor husholdningerne er opdelt i to grupper baseret på, om deres renteudgifter er under eller over medianen i et givet kalenderår. På den måde opdeles husholdningerne på en simpel måde efter, om de har været mere eller mindre eksponerede over for rentestigninger. Den årlige ændring i bankindsud har været stort set ens i årene 2017-21, uanset om husholdningerne havde høje eller lave renteudgifter. I løbet af 2020 øgede begge grupper af husholdninger deres indlån betydeligt, som også ses af figur A, mens begge typer husholdninger også efterfølgende reducerede deres indlån i 2021, i takt med at inflationen tog til og forbrugsudgifterne steg markant. I 2022 udviklede de to gruppers bankindsud sig imidlertid forskelligt. Husholdninger, der var mere eksponerede over for stigende renter, sparede mindre op i form af bankindsud end husholdninger, der ikke i samme grad oplevede stigende rentebetalinger. Nedsparing af bankindestående kan således afspejle, at husholdninger med relativt høje renteudgifter til en vis grad har kunnet udjævne den forbrugsnedgang, som de stigende renter kunne have ført med sig, ved at reducere deres opsparring.

FIGUR A

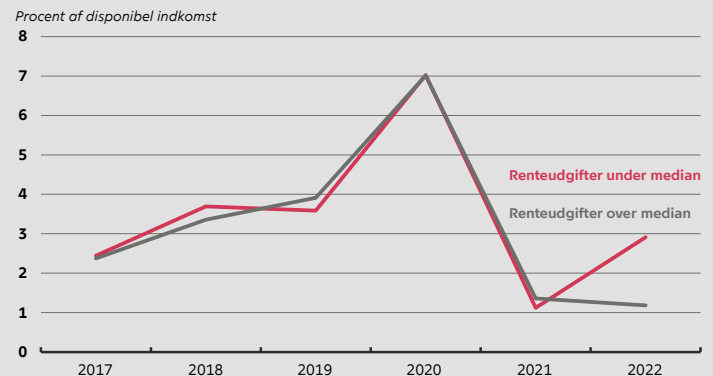
Indskud på bankkonti var en anelse over trend i 2020, men har været vigende i de efterfølgende år



Kilde: Danmarks Nationalbank.

FIGUR B

Husholdninger med høje renteudgifter sparede mindre op i 2022



Anm.: Figuren viser den årlige ændring i bankindsud som andel af foregående års disponible indkomst. Husholdningerne er delt op i to grupper baseret på, om deres nettorenteudgifter i forhold til foregående års disponible indkomst inden for hvert kalenderår var over eller under median. Kun husholdninger med positive nettorenteudgifter indgår i figuren.

Kilde: Egne beregninger baseret på registerdata fra Danmarks Statistik.

<sup>1</sup>Se boks 1 i Danmarks Nationalbank, Inflationen er på rette kurs, men der er fortsat et vist inflationspres, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 2, marts 2024.

**Boligpriserne stiger moderat de kommende år**

Væksten på boligmarkedet har været afdæmpet i 1. halvår 2024 sammenlignet med 2. halvår 2023. I 1. kvartal faldt priserne på enfamiliehuse på landsplan med 0,1 pct., mens foreløbige tal fra 2. kvartal peger på en stigning på 1 pct. Det kommer efter markante prisstigninger i 2. halvår 2023 på 3,4 pct., hvor priserne steg på grund af fald i inflationen, fremgang i reallønnen, stigende beskæftigelse og mindre fald i de lange renter.

Boligpriserne faldt betydeligt i 2022 på bagkant af især høj inflation og derigennem stigende renter, se figur 26. Det var med til at udhule boligkøbernes købekraft og gøre det dyrere at finansiere sin bolig, så boligefterspørgslen faldt.

I løbet af 2022 faldt priserne på enfamiliehuse med 6,5 pct. Nationalbankens modelberegninger indikerer, at det tager ca. to år, før renteudsving er fuldt indregnet i boligpriserne, hvormed effekten af de seneste års rentestigninger vurderes at have omtrent indfundet sig i boligpriserne.<sup>30</sup> Inflationen bidrog i begyndelsen af 2022 til at trække ned i boligpriserne, men på sigt vil inflation føre til nominelle boligprisstigninger i forhold til udgangspunktet, hvis lønnen følger med. Lønstigningerne tog til i 2023, samtidig med at inflationen faldt markant, og dermed forventes inflationen ikke at bidrage yderligere til boligprisfald.

Boligmarkedet har de seneste år også været præget af strukturelle ændringer, herunder ny regulering; coronapandemien, der bl.a. medførte øget brug af hjemmearbejde; og indførelsen af det nye boligsattesystem i begyndelsen af 2024. Disse ændringer vurderes ikke at give yderligere udsving i boligpriserne, men vil føre til en mere stabil prisudvikling fremover. Drivkræfterne bag boligmarkedet de seneste år diskuteres nærmere i en temaanalyse om boligmarkedet.<sup>31</sup>

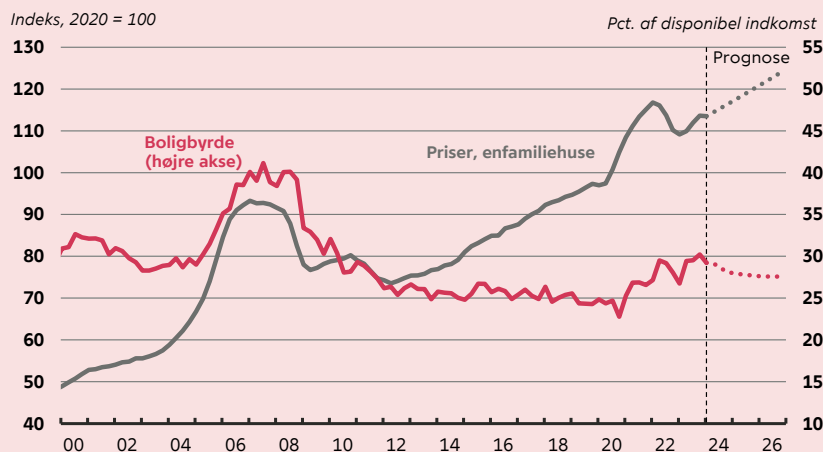
Det nedadrettede pres fra både højere renter og inflation vurderes at være omtrent overstået. De kommende år forventes det, at boligpriserne dikteres af dels vækst i husholdningernes disponible indkomst, som følge af stigende lønninger og fortsat høj beskæftigelse, dels markedets forventning om faldende renter. Det vil føre til moderate prisstigninger. Boligbyrden – der viser, hvor meget af boligkøbernes indkomst der går til bolig – er steget de seneste år, hvormed det er relativt dyrere at købe hus i dag end de foregående 10 år, se figur 26. Blandt andet på den baggrund forventes boligpriserne ikke fuldt ud at følge udviklingen i indkomsten og renter, hvormed boligbyrden forventes at falde lidt i prognoseperioden. Over de kommende år forventes en boligprisstigning på 3,3 pct. i 2024, 3,2 pct. i 2025 og 3,2 pct. i 2026.



**Boligpriserne forventes at stige med 3,3 pct. i år**

FIGUR 26

### Boligpriserne forventes at stige de kommende år



Anm.: Nominelle, sæsonkorrigerede priser på enfamiliehuse på landsplan. Prognosen tager udgangspunkt i Danmarks Statistiks prisstatistik, hvor seneste observation er 1. kvartal 2024.  
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

<sup>30</sup> Se boks 3 i Abildgren, Hviid, Klein, Krause, Kuchler, von Rüden og Zhuang, Store stød til økonomien har drevet boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2024.

<sup>31</sup> Se Abildgren, Hviid, Klein, Krause, Kuchler, von Rüden og Zhuang, Store stød til økonomien har drevet boligpriserne, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 14, september 2024.

## 07

## Eksporten løftes af moderat vækst i verdensøkonomien

Der er fortsat moderat global vækst tæt på potentialet trods stram pengepolitik og geopolitiske spændinger. Verdensøkonomien ventes også de kommende år at vokse i et stabilt tempo, bl.a. fordi højere reallønninger giver anledning til et forbrugsdrevet opsving i Europa, mens væksten bøjer af i USA og Kina.

Med udsigt til moderat vækst på danske eksportmarkeder forventes højere eksport fremover at skubbe på aktiviteten i dansk økonomi. Det smitter af på virksomhedernes behov for fx flere maskiner til at imødekomme efterspørgslen og øger dermed erhvervsinvesteringerne, som i mindre grad end tidligere hæmmes af rentestigninger.

Overskuddet på betalingsbalancen forbliver stort i prognoseperioden og understøttes især af kraftig vækst i eksporten af varer produceret i udlandet under dansk ejerskab.



### Verdensøkonomien viser tegn på moderat vækst over sommeren

Den robuste aktivitet i verdensøkonomien er fortsat over sommeren, hvor erhvervstilliden målt ved PMI-indekset frem til august peger på moderat vækst tæt på det historiske gennemsnit over de seneste ti år, se figur 27. Det er især stigende reallønninger, robuste arbejdsmarkeder og en forholdsvis stærk servicesektor, som i øjeblikket skubber på væksten. Modsat dæmpes aktiviteten af en stram pengepolitik, en tilbagerulning af tidligere finanspolitiske lempelser, afmatning i europæisk industri og strukturelle forhold såsom demografisk aldring og svag produktivitetsvækst, der begge hæmmer vækstpotentialet i flere af de avancerede økonomier. Derudover er geopolitiske spændinger knyttet til Ruslands invasion af Ukraine, krigen i Mellemøsten og handelskonflikten mellem USA og Kina stadig en central faktor, som har skærpet trusselsbilledet for den globale økonomi.

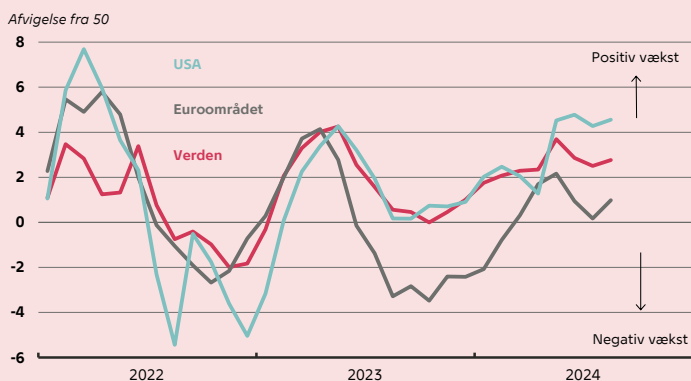
Det globale vækstbillede dækker over store regionale forskelle, hvor særligt amerikansk økonomi er vokset noget kraftigere end euroområdet de sidste par år, bl.a. fordi Europa i modsætning til USA blev ramt af et negativt bytteforholdsstød efter Ruslands invasion af Ukraine, se figur 28.



**Globalt PMI-indeks var på 52,8 i august og peger på moderat vækst i verdensøkonomien**

FIGUR 27

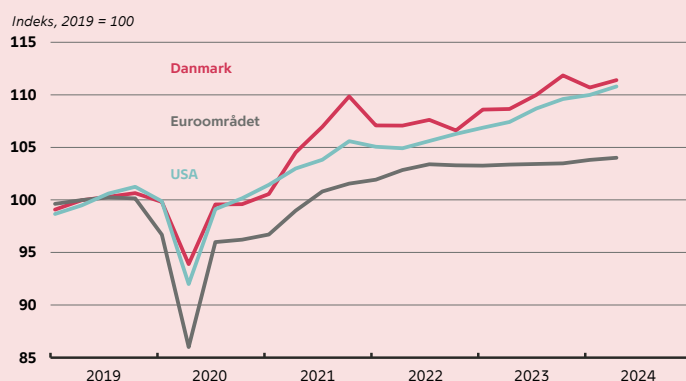
#### Erhvervstillid peger på moderat global vækst over sommeren



Anm.: Figuren viser PMI-indeks for hele økonomien.  
Kilde: Macrobond.

FIGUR 28

#### BNP er vokset kraftigere i USA end i euroområdet



Anm.: Figuren viser BNP i faste priser.  
Kilde: Macrobond.

Euroområdet befinder sig aktuelt i en mild lavkonjunktur med et produktionsgab på -0,6 pct. af potentielt BNP i 2024 ifølge skøn fra internationale organisationer.<sup>32</sup> Især det private forbrug og investeringerne har udviklet sig svagt under genopretningen, mens efterspørgslen holdes oppe af højere offentligt forbrug og eksport trods tab af markedsandele i nogle store eurolande. Stigende eksport har også skubbet på aktiviteten igennem første halvår, hvor BNP-væksten var 0,2 pct. i 2. kvartal 2024 og dermed lå en smule under potentialet efter en periode på 5 kvartaler med stagnation i 2022-23. Erhvervstilliden i euroområdet målt ved PMI-indekset peger stadig på en todeling af økonomien over sommeren, hvor der er fremgang i serviceerhvervene, men svaghed i industrien.

I USA er der kommet bedre balance mellem udbuds- og efterspørgselsforhold, og økonomien er nu inde i en moderat højkonjunktur med et produktionsgab på

<sup>32</sup> Produktionsgab er et gennemsnit af skøn fra IMF, OECD og Europa-Kommissionen.

0,5 pct. af potentielt BNP i 2024 ifølge skøn fra internationale organisationer.<sup>35</sup> BNP-væksten steg til 0,7 pct. i 2. kvartal 2024 efter en mindre vækstafdæmpning i begyndelsen af året, og økonomien understøttes især af fremgang i investeringer og forbrug, bl.a. drevet af en lav opsparingsrate hos husholdningerne og en positiv spiral mellem privatforbrug, et robust arbejdsmarked og højere lønninger.

### Udsigt til moderat global vækst og forbrugsdrevet opsving i Europa

I de kommende år er hovedscenariet fra de internationale organisationer, at verdensøkonomien står over for en blød landing med aftagende inflation og moderat vækst. For eksempel skønner Den Internationale Valutafond, IMF, at globalt BNP vokser med godt 3 pct. i 2024-25, se figur 29, hvilket er tæt på potentialet og den gennemsnitlige vækst over de seneste ti år.

I euroområdet er der udsigt til, at højere reallønninger understøtter et forbrugsdrevet opsving med stigende BNP-vækst i 2024-25, mens væksten modsat forventes at bøje af i USA frem mod 2025, bl.a. fordi en finanspolitisk stramning og aftagende pres på arbejdsmarkedet dæmper efterspørgslen. På tværs af de avancerede økonomier hæmmer tidligere pengepolitiske stramninger stadig væksten, omend de globale finansielle forhold er blevet lempeligere og i mindre grad vil dæmpe aktiviteten fremover. I Kina forudsættes væksten at aftage frem mod 2025, bl.a. på grund af vedvarende svaghed i ejendomssektoren og et faldende vækstpotentiale drevet af demografisk modvind og langsommere produktivitetsvækst.

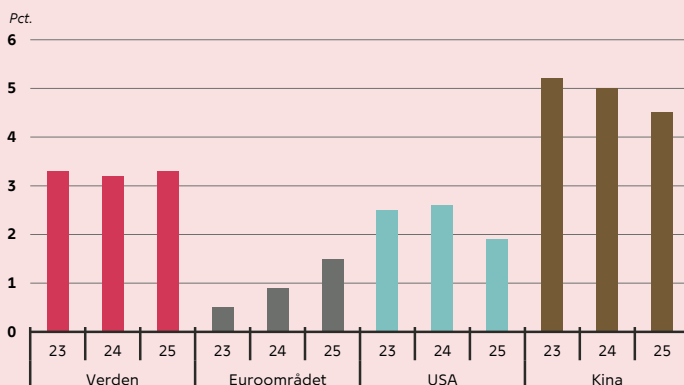
Verdenshandlen viser igen tegn på stabilisering efter en afmatning omkring årsskiftet, men hæmmes stadig af faldende nye eksportordrer i industrien, se figur 30. Fremadrettet venter IMF en vækst i den globale handel på godt 3 pct. i 2024-25 efter et svagt 2023, og det internationale bagtæppe for dansk økonomi giver dermed et afsæt for højere eksport de kommende år.



## Verdensøkonomien ventes at vokse 3,2 pct. i 2024

FIGUR 29

Der er udsigt til et forbrugsdrevet opsving i euroområdet, mens BNP-væksten bøjer af i USA og Kina i 2024-25



Anm.: Figuren viser BNP-vækst i faste priser.  
Kilde: IMF.

FIGUR 30

Verdenshandlen har udviklet sig svagt de seneste par år



Anm.: Figuren viser den globale import af varer i mængder.  
Kilde: Macrobond og CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

<sup>35</sup> Produktionsgabets er et gennemsnit af skøn fra IMF, OECD og Europa-Kommissionen.

### Fremgang i vareeksporten

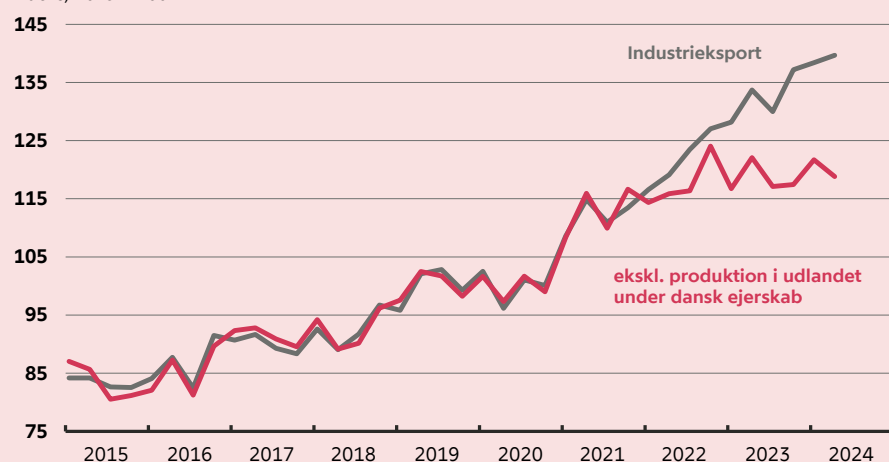
Fremgang i verdensøkonomien i 1. halvår 2024 har givet fornyet medvind til mange danske eksportvirksomheder. Den danske industrieksport er siden årsskiftet steget med 1,8 pct., hvilket både dækker over fremgang i industrieksporten fraregnet produktion i udlandet under dansk ejerskab og produktion i Danmark, se figur 31. Det står i kontrast til de seneste par år, hvor fremgangen i den samlede industrieksport i høj grad har skyldtes eksport af danskejede varer produceret i udlandet, heriblandt medicin. I modsætning til den seneste tids fremgang i industrieksporten herhjemme er industrieksporten i flere store eurolande, herunder Tyskland, faldet betydeligt, hvilket især trækkes af de energiintensive dele af den tyske industri.

En stor del af de seneste års fremgang i eksporten af danskejede varer, der er produceret i udlandet, skyldes salg til USA. USA har siden begyndelsen af 2021 været Danmarks største eksportmarked og aftager i dag næsten en femtedel af den samlede danske vareeksport. Denne udvikling er i høj grad drevet af dansk medicinalproduktion i USA og skal ses i sammenhæng med især Novo Nordisks vækst i salget af diabetes- og vægttabsmedicin de seneste år.

FIGUR 31

### Fremgang i dansk industrieksport – også ekskl. produktion i udlandet under dansk ejerskab

Indeks, 2019 = 100



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

### Global vækst giver godt udgangspunkt for danske eksportvirksomheder

Med udsigt til moderat vækst på de danske eksportmarkeder ventes fremgangen i dansk vareeksport at fortsætte de kommende år. Samlet set forventes den danske vareeksport at stige med 5,8 i år og 5,7 pct. næste år, hvilket er omtrent på linje med 2023, se figur 32.

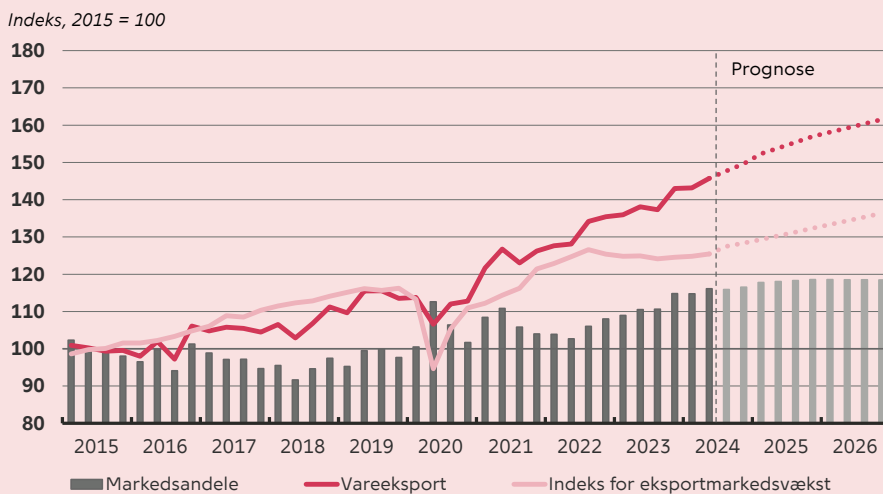
Væksten i den samlede danske vareeksport forventes imidlertid stærkere end den sammenvæjede vækst på de danske eksportmarkeder. Stigningen i de danske markedsandele skal ses i lyset af en forventning om fortsat kraftig fremgang i medicinalindustrien. Med afsæt i aktieanalytikerforventninger forventes fremgangen i medicinalindustrien således fortsat at være en vækstmotor i dansk økonomi. På lige fod med de seneste år forventes en

betydelig del af væksten i den medicin, der eksporteres, at komme fra produktionen i udlandet under dansk ejerskab.

Der er også udsigt til fremgang i andre dele af de eksportorienterede erhverv. Ses der bort fra eksporten af medicin, forventes den øvrige industrieksport at vokse i omtrent samme tempo som væksten på de danske eksportmarkeder i løbet af prognosen.

FIGUR 32

### Eksporten forventes at stige på linje med udviklingen på eksportmarkederne



Anm.: Indeks for eksportmarkedsvækst angiver et sammenvæjet skøn for danske samhandelspartners import.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Genåbningen af Tyrafeltet forventes samtidig at løfte den danske nettoeksport af energi. Anlægget er siden genåbningen i 2. kvartal i år blevet ramt af tekniske problemer, som betyder, at anlægget har kørt med nedsat produktionskapacitet. Indkøringen til fuld produktion forventes at ske i løbet af efteråret og være afsluttet ved udgangen af 2024. Den samlede effekt af genåbningen vurderes at øge BNP-væksten med samlet 0,5 procentpoint, som beregningsteknisk er lagt i prognosen fra begyndelsen af 2025.

Tjenesteeksporten forventes i år at stige med 1,9 pct. Stigningen er i høj grad trukket af kraftig fremgang i slutningen af sidste år, hvorimod den samlede tjenesteeksport er faldet betydeligt i 1. halvår 2024. Faldet i den samlede tjenesteeksport igennem 1. halvår 2024 er primært et resultat af et kraftigt fald i søtransporten. Forventning om vækst i global økonomi forventes dog at holde hånden under tjenesteeksporten og søtransporten de kommende år, og bl.a. Mærsk melder om stigende efterspørgsel. I nærværende prognose er det lagt til grund, at den samlede tjenesteeksport igennem hele prognosen vil vokse i omtrent samme tempo som den øvrige vækst i den globale økonomi. Tjenesteeksporten forventes at stige med 2,3 pct. i 2025 og 2,6 pct. i 2026.

Samlet set skønnes eksporten at stige med 4,0 pct. i 2024, 4,4 pct. i 2025 og 3,0 pct. i 2026.

### **Moderat global vækst og lavere renter giver afsæt til højere investeringer i de danske industrivirksomheder**

De seneste års vækstafdæmpning i store dele af dansk og international økonomi har i kombination med de højere renter reduceret de samlede erhvervsinvesteringer. Erhvervsinvesteringerne faldt i Danmark med 5,5 pct. sidste år, og investeringerne forventes stadig at blive holdt nede af de højere renter, da den fulde effekt heraf først vurderes at være fuldt indfaset efter 2 til 3 år.<sup>34</sup> Højere renter påvirker investeringerne med en vis forsinkelse, bl.a. fordi virksomheder ofte har en længere beslutningshorisont, og fordi der kan gå en vis tid fra beslutning til implementering af investeringen.

Til trods for at renterne stadig vurderes at dæmpe investeringslysten, er de samlede erhvervsinvesteringer siden årsskiftet begyndt at stige igen, således steg de i 2. kvartal 2024 med 1,9 pct. Fremgangen er især trukket af, at byggeriet og byggeinvesteringerne steg med 5,6 pct. i 2. kvartal. Fremgangen kommer imidlertid efter markante fald i byggeinvesteringerne, som siden begyndelsen af 2023 er faldet med ca. 9 pct. Mængden af bygningsinvesteringer er dog stadig på et højere niveau end perioden før pandemien, og byggeinvesteringerne set i forhold til den samlede værdiskabelse i den private sektor, dvs. byggeinvesteringkvoten, er stadig på et højt niveau sammenlignet med perioden efter finanskrisen.

I takt med at effekten fra de højere renter gradvist aftager, vil væksten i erhvervsinvesteringerne også gradvist tage lidt til. Fremgang på de danske eksportmarkeder smitter af på de danske industrivirksomheder, hvilket forventes at smitte af på investeringsbehovet fremover. Fremgangen i investeringerne kan imidlertid blive holdt yderligere oppe af store enkeltstående virksomhedsinvesteringer. Novo Nordisk har fx offentliggjort investeringsplaner for 42 mia. kr. over de kommende 5 år i Danmark.

Erhvervsinvesteringerne skønnes at falde med 3,4 pct. i år, men allerede næste år begynde at stige. Nationalbanken forventer, at erhvervsinvesteringerne vil vokse med 1,3 pct. i 2025 og 1,6 pct. i 2026.

### **Stort overskud på betalingsbalancens løbende poster de kommende år**

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster forventes at være omkring 10 pct. af BNP i år og næste år, faldende til omkring 9 pct. af BNP i 2026, se figur 33. Det er noget højere end i årene før pandemien. Overskuddet på varebalancen er de seneste år steget betydeligt som resultat af stor vækst i salget af medicin til udlandet. Stigningen på varebalancen har mere end modsvaret faldet på tjenestebalancen.

Det seneste halve år er spotpriserne på fragtrater igen steget kraftigt som resultat af uroligheder i Rødehavet og højere efterspørgsel, i takt med at væksten i den globale økonomi er taget til. Den seneste tids stigende rater har ikke på samme måde som i 2022 resulteret i en stigning i overskuddet på tjenestebalancen, hvor flaskehalse i de globale forsyningskæder fik fragtraterne til at stige.

De kommende år forventes overskuddet på varebalancen at være relativt stabilt. Her forventes yderligere fremgang i medicinalindustrien, herunder produktion i udlandet under dansk ejerskab, og genåbningen af Tyrafeltet at bidrage til at holde overskuddet på varebalancen oppe. Tjenestebalancen forventes at være omtrent nul igennem hele prognosen.

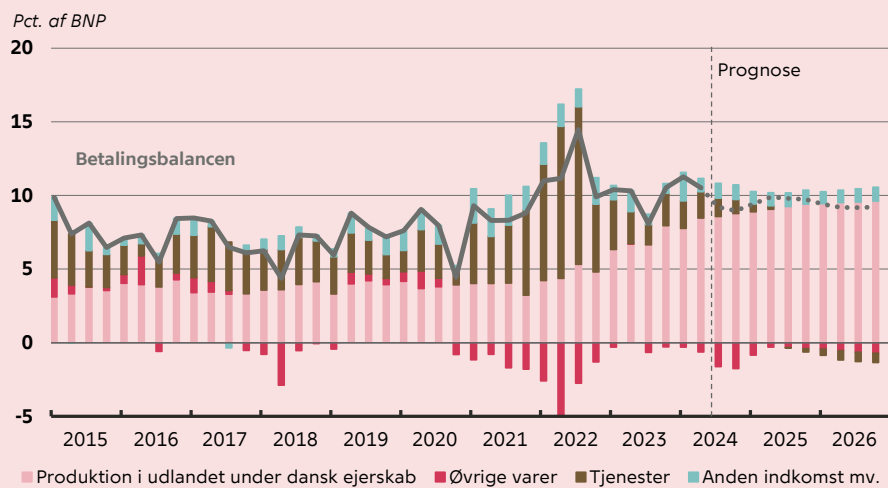
<sup>34</sup> Se Bonin, Cucic, Kuchler og Otte, Den pengepolitiske investeringskanal i Danmark, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 4, juni 2024.



**Overskuddet på betalingsbalancen forventes at være omkring 10 pct. af BNP i år og næste år**

FIGUR 33

### Salg af varer produceret i udlandet holder betalingsbalancen oppe



Anm.: *Tjenester* er opgjort ekskl. forarbejdningstjenester, som indgår i produktion i udlandet under dansk ejerskab.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

## 08

## Risikobilledet er knyttet til geopolitik og vedvarende høje lønstigninger

Risici for konjunkturudsigterne i dansk økonomi er samlet set balancerede. Selvom inflationen er på rette spor, og der som udgangspunkt er udsigt til fremgang i dansk økonomi, skærper protektionisme og forhøjede geopolitiske spændinger i øjeblikket risikobilledet. Det ventede opsving i euroområdet kan også udeblive og dæmpe de danske eksportmuligheder, mens de nuværende forventninger til rentenedsættelser i udlandet kan vise sig at være for optimistiske, hvis høje lønstigninger fører til mere vedvarende global inflation.

Herhjemme er forudsætningerne til stede for endnu kraftigere fremgang i medicinalindustrien end lagt til grund i prognosen. Det er også muligt, at der igen opstår udbredt mangel på arbejdskraft, hvis efterspørgslen stiger hurtigt og kraftigt, fx i tilfælde af stigende forbrugertillid. Desuden er der en risiko for, at de danske lønstigninger ikke kommer ned fra de nuværende høje niveauer, der ikke er forenelige med en stabil og lav inflation på sigt. Modsat er der også en risiko for, at tendensen til lavere inflation i Danmark relativt til euroområdet kan vare ved, idet der i længere tid har været lavere danske prisstigninger på varer, energi og fødevarer.

Nationalbanken vurderer, at der aktuelt ikke er tegn på nogen væsentlige makroøkonomiske ubalancer under opbygning i dansk økonomi, som kan forstærke en mulig lavkonjunktur i tilfælde af uforudsete stød til verdensøkonomien. Det giver et godt afsæt for at modstå uventede økonomiske modvinde de kommende år.

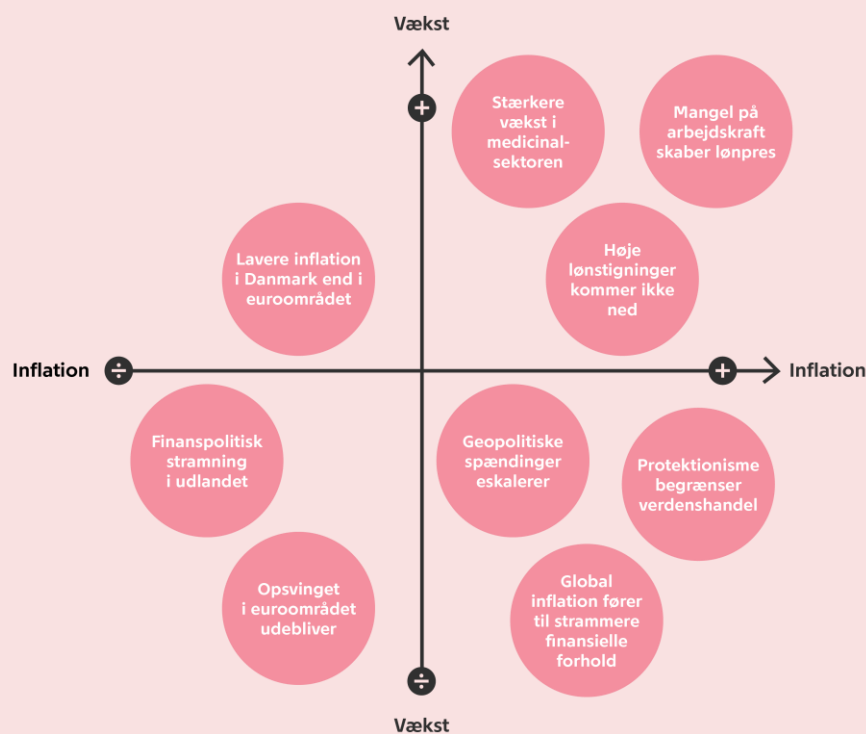
### Geopolitiske spændinger kan give pludselige stød til verdensøkonomien

Der er flere globale usikkerhedsfaktorer knyttet til vækstudsigterne, som kan gøre konjunkturforløbet mere ujævnt end forudsat i hovedscenariet for dansk økonomi, se illustration af risikobilledet i figur 34. Det er især forhøjede geopolitiske spændinger forbundet med Ruslands invasion af Ukraine, konflikten i Mellemøsten og tiltagende rivalisering mellem stormagterne USA og Kina, som har skærpet trusselsbilledet for international og dansk økonomi.

FIGUR 34

### Risici for dansk økonomi knytter sig især til udlandet og vedvarende høje lønstigninger herhjemme

Risikobillede for dansk økonomi



Anm.: Et plus angiver, at en risikofaktor kan føre til en større effekt på henholdsvis BNP-vækst og inflation end ventet i Nationalbankens hovedscenarie, mens et minus modsat betyder en mindre effekt. Der er dog ikke tale om en rangering inden for hver kvadrant.

Kilde: Egen illustration.

I udgangspunktet ventes Ruslands invasion af Ukraine og konflikten i Mellemøsten ikke at få en tilstrækkelig negativ indvirkning på den økonomiske aktivitet i Danmark til at afspore den forventede fremgang. En yderligere spredning af krigen i Ukraine til andre dele af det europæiske kontinent indebærer imidlertid en særskilt risiko for pludselige tilpasninger af økonomierne i Europa og herhjemme, fx hvis det igen fører til betydelige prisstigninger på energi og fødevarer, flygtningestrømme, forhøjet usikkerhed, forsyningsvanskeligheder eller et behov for øget militær oprustning. Det er forbundet med ekstraordinært stor usikkerhed at forudsige, hvordan økonomien vil agere i et sådant scenarie, men det er sandsynligt, at det vil føre til højere



inflation og lavere vækst end skønnet i denne prognose. En eskalering af konflikten i Mellemøsten, der er en verdens største olieproducerende regioner, kan også give pludselige stigninger i energipriserne, som efterfølgende dæmper væksten og øger inflationen mere end forudsat.

Danmark har som en lille, åben økonomi nydt godt af frihandel, globalisering og et regelbaseret multilateralt samarbejde. Før sommeren annoncerede den amerikanske regering, at USA vil hæve toldsatsen på en mindre del af deres import fra Kina i 2024, ligesom EU i juli indførte toldsats på elektriske biler fra Kina som modsvar på kinesiske subsidier. Tiltagene vurderes som udgangspunkt kun at have en beskedent makroøkonomisk effekt, så længe de ikke fører til en yderligere eskalering af de handelspolitiske spændinger mellem US, Kina og EU. Hvis et scenarie med øget protektionisme skulle materialisere sig fx frem mod eller efter det amerikanske præsidentvalg i november, kan det dog bremse fremgangen i verdenshandlen og skubbe på forbrugerpriserne over de kommende år. På lidt længere sigt kan en egentlig tilbagerulning af globaliseringen betyde mærkbare tab af velstand i dansk økonomi, fx hvis tiltagende stormagtsrivalisering mellem USA og Kina dæmper mulighederne for en effektiv international arbejdsdeling.

### **Lavere global efterspørgsel kan dæmpe eksportmuligheder**

Verdensøkonomien har over de seneste år været forbavsende modstandsdygtig over for ekstraordinære modvinde i form af høj inflation og kraftige pengepolitiske stramninger. Selvom inflationen gradvist ventes at falde tilbage mod 2 pct. i USA og euroområdet over de kommende år, er det muligt, at de stramme arbejdsmarkeder med høje lønstigninger giver anledning til mere vedvarende inflation end lagt til grund i internationale prognoser. Det indebærer en risiko for en abrupt og vækstdæmpende stramning af de finansielle betingelser, herunder især hvis de aktuelle markedsforventninger til fremtidige rentenedsættelser fra Federal Reserve og ECB viser sig at være for optimistiske.

En anden forudsætning, der kan ændre sig, er finanspolitikken i udlandet, som kan blive både mere og mindre restriktiv end forventet i øjeblikket. Høje offentlige gældskvoter i USA og Europa kan på den ene side nødvendiggøre en kraftigere finanspolitisk stramning for at bringe gælden tilbage på en holdbar kurs med dertilhørende negative effekter på væksten. På den anden side er der også mulighed for kortsigtede finanspolitiske stimuli, fx frem mod det amerikanske valg. Det kan først skubbe på efterspørgslen i en situation med mangel på arbejdskraft og senere forstærke en mulig global konjunkturvending, hvis det skaber økonomiske ubalancer, der efterfølgende skal korrigeres.

Udviklingen i dansk økonomi er normalt tæt knyttet til aktiviteten i euroområdet, og Nationalbankens prognose forudsætter derfor, at det forventede opsving i euroområdet i 2024-26 udmønter sig i bedre eksportmuligheder for danske virksomheder. Det er dog muligt, at fremgangen i euroområdet bliver svagere end skønnet i hovedscenariet, fx hvis den svage erhvervstillid i industrien spredt sig til øvrige dele af økonomien, eller hvis de strukturelle udfordringer i tysk økonomi slår den europæiske vækst ud af kurs.

### **Det er muligt, at de høje lønstigninger herhjemme ikke kommer ned som ventet**

En afgørende antagelse bag den stabile inflation i prognosens hovedscenarie er, at de danske lønstigninger over de kommende år kommer ned fra de nuværende høje niveauer. Det beror på en vurdering af, at den høje danske lønvækst i 2023-24 især afspejler en gradvis genopretning af reallønnen efter de ekstraordinært kraftige stigninger i forbrugerpriserne i 2022-23. Hvis lønstigningerne derimod ikke aftager i det ventede omfang, vil det formentligt give anledning til mere vedvarende inflation i dansk økonomi end forudsat, særligt i tjenestepriiserne. Derudover skønnes virksomhedernes avancer og stigende produktivitet begge at absorbere en del af de aktuelle lønstigninger. Der er imidlertid betydelig

usikkerhed forbundet med det præcise omfang af gennemslaget fra højere lønninger til inflationen, som kan vise sig at blive større end lagt til grund i prognosen. Det kan fx være tilfældet, hvis stærkere efterspørgsel giver virksomhederne bedre mulighed for at hæve deres priser, eller hvis svagere produktivitetsvækst øger enhedslønomkostningerne.

### **Der er en risiko for, at kapacitetspresset udvikler sig kraftigere i Danmark end i euroområdet, mens inflationen modsat kan blive lavere**

Globale risikofaktorer, der ikke påvirker konjunktursituationen anderledes i Danmark end i euroområdet, bør som udgangspunkt ikke give anledning til en selvstændig tilpasning af finanspolitikken herhjemme. Nationalbanken vurderer, at der er flere opadrettede risici forbundet med konjunkturudsigterne for dansk økonomi end for euroområdet, mens de danske forbrugerpriser modsat kan stige mindre.

Risikoen for, at kapacitetspresset bliver stærkere i Danmark, knytter sig særligt til, at der igen opstår udbredt mangel på arbejdskraft herhjemme, eller at det ventede opsving i euroområdet udebliver. Presset på arbejdsmarkedet kan fx blusse op igen, fordi efterspørgslen stiger hurtigt og kraftigt. Det kan bl.a. udløses af, at den forventede reallønsfremgang udmønter sig i stærkere forbrugertillid, som fører til, at forbrugskvoten stiger pludseligt fra det nuværende forholdsvis lave niveau. Hvis det skulle ske, vil den kraftigere efterspørgsel efter alt at dømmе hurtigt lede til knaphed på ledig arbejdskraft efterfulgt af højere lønstigninger. I forhold til det danske kapacitetspres relativt til euroområdet er det især en potentiel selvstændig stigning i efterspørgslen herhjemme, som udgør en risiko for dansk økonomi, da eventuelle synkrone udsving i efterspørgslen må formodes at blive stabiliseret via den økonomiske politik i euroområdet. Husholdningernes opsparingsrate er siden begyndelsen af 2023 aftaget herhjemme, mens den modsat er steget i euroområdet, og har dermed dæmpet det private forbrug trods fremgang i reallønningerne. Fortsætter denne divergens i opsparingsadfærd, er det en mulig drivkræft bag et stærkere kapacitetspres i Danmark end i euroområdet i prognoseperioden. Selvom øget efterspørgsel ikke skaber mangel på arbejdskraft herhjemme, kan der alligevel opstå pres på arbejdsmarkedet, i tilfælde af at udenlandske arbejdstagere forlader landet og dæmper den tilgængelige arbejdskraft.

Medicinalsektoren har de senere år været i kraftig fremgang, og den er en væsentlig indenlandsk risiko for dansk økonomi. Nationalbankens prognose lægger på basis af markedsanalytikeres forventninger til grund, at væksten i medicinalsektoren fortsætter de kommende år og dermed understøtter dansk økonomi som helhed. Der er imidlertid forudsætninger til stede for endnu kraftigere fremgang i medicinalsektoren end forudsat i hovedscenariet, hvis det hurtigt lykkes at udvide produktionen af diabetes- og væggtabsmedicin for at imødekomme den stærke efterspørgsel på verdensplan. Det kan løfte væksten både direkte og indirekte via højere aktivitet hos branchens underleverandører. For eksempel peger modelberegninger fra Nationalbanken på, at en stigning i medicinaleksporten svarende til 1 pct. af BNP kan løfte dansk BNP med op til 2 pct.<sup>35</sup>

I både Nationalbankens og ECB's prognose for henholdsvis Danmark og euroområdet forventes inflationen at nærme sig 2 pct. frem mod 2026. Det indebærer, at den nuværende store inflationsforskel indsnævres gradvist de kommende år. Inflationen i Danmark har imidlertid over en længere periode været noget lavere end i euroområdet, fx er de danske forbrugerpriser målt ved HICP-indekset samlet set faldet knap 6 pct. relativt til euroområdet siden 2013.

<sup>35</sup> Se Nikolaj Mose Dreisig Hansen og Mia Jørgensen, Increasing demand for pharmaceutical exports have both aggregate and geographical distributional effects, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 9, august 2024.

De lavere prisstigninger i Danmark end i euroområdet afspejler bl.a. mindre prisstigninger på varer, energi og fødevarer, mens tjenestepriserne omvendt er steget lidt mere i Danmark. Det er muligt, at tendensen til lavere inflation i Danmark relativt til euroområdet varer ved fremadrettet, da det danske prisniveau på forbrugsgoder stadig er ca. 36 pct. højere end i euroområdet. Dermed kan fortsat priskonvergens mellem Danmark og eurolandene trække i retning af strukturelt lavere prisstigninger herhjemme i en periode. Det kan føre til lavere inflation end skønnet i prognosens hovedscenarie efterfulgt af kraftigere fremgang i realløn og den økonomiske aktivitet.

#### **Dansk økonomi er godt rustet til at modstå globale modvinde**

Det vurderes, at der i øjeblikket ikke er tegn på nogen væsentlige makroøkonomiske ubalancer under opbygning i dansk økonomi, som kan forstærke en potentiel lavkonjunktur i tilfælde af uforudsete stød til verdensøkonomien. Tværtimod er der store overskud på betalingsbalancen, sunde offentlige finanser og ingen tydelige tegn på uholdbar kreditvækst. Husholdningernes gældskvote er desuden faldet markant siden finanskrisen, og danske virksomheder har vundet markedsandele de senere år. Det giver samlet set et godt afsæt for den økonomiske udvikling i prognoseperioden, også i tilfælde af en uventet global afmatning.

## Centrale økonomiske størrelser

TABEL 2

Realvækst i forhold til perioden før, pct.					2023		2024
	2023	2024*	2025*	2026*	4. kv.	1. kv.	2. kv.
BNP	2,5	2,1	2,3	1,5	1,7	-1,0	0,6
Privat forbrug <sup>1</sup>	1,4	1,0	1,8	1,8	1,5	-0,4	-0,4
Offentligt forbrug	0,2	3,3	2,5	0,6	-0,8	1,7	0,2
Boliginvesteringer	-12,4	-5,1	0,2	1,1	1,8	-4,6	-1,0
Offentlige investeringer	-1,2	5,9	6,1	5,4	-7,6	6,0	-2,7
Erhvervsinvesteringer	-5,5	-3,4	1,3	1,6	-14,4	4,2	1,9
Lagerinvesteringer mv. <sup>2</sup>	-1,7	0,0	0,0	0,0	5,2	5,5	6,9
Eksport	10,4	4,0	4,4	3,0	6,4	-4,4	1,8
Industrieksport	8,8	6,3	5,0	3,7	5,5	0,9	0,9
Import	3,7	2,0	4,0	3,4	-1,1	-1,0	0,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	3.202	3.235	3.248	3.256	3.210	3.225	3.231
Ledighed, brutto, 1.000 personer	83	87	88	89	86	87	87
Betalingsbalance, pct. af BNP	9,8	10,0	9,7	9,2	10,5	11,3	10,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,3	3,0	2,0	1,6	1,9	3,3	3,3
Huspriser <sup>3</sup> , pct. år-år	-2,6	3,3	3,2	3,2	3,2	4,0	4,1
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	3,4	1,3	2,1	1,8	0,1	0,8	1,5
Kerneinflation, pct. år-år	5,9	1,5	2,1	1,8	3,0	1,8	1,3
Timeløn <sup>4</sup> (fremstilling), pct. år-år	4,2	5,7	3,9	3,4	5,2	5,5	6,9

<sup>1</sup> Omfatter både husholdninger og NPISH.

<sup>2</sup> Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).

<sup>3</sup> Nominelle priser på enfamiliehuse.

<sup>4</sup> Dansk Arbejdsgiverforenings lønstatistik for fortjeneste inkl. gene for fremstilling.

Anm.: \* angiver prognose. Offentlig saldo og huspriser i 2023 er også skøn.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

# 09

## Bilag: Antagelser og ændringer i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved hjælp af Nationalbankens makroøkonomiske model, MONA, og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 2. kvartal 2024. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. september 2024. Den reviderede opgørelse af betalingsbalance for september 2024 er dog ikke indarbejdet, da det ikke er muligt at sikre konsistens til nationalregnskabs nettofordringserhvervelse over for udlandet. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold, udviklingen i arbejdsstyrken og finanspolitikken.

### International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive 1,8 pct. i 2024, 3,2 pct. i 2025 og 3,1 pct. i 2026, se tabel A1. Lønstigningerne i udlandet forudsættes gradvist at aftage fra 3,3 pct. i 2024 til 3,2 pct. i 2026. Prisstigningerne på importerede varer og tjenester forudsættes at stabilisere sig lige under 2 pct. Forudsætningerne er baseret på seneste prognose fra OECD fra maj 2024, som inkluderer eksplicitte forudsætninger om Danmarks eksportmarkedsvækst, konkurrentpriser i udlandet og justeringer baseret på andre internationale organisationers prognoser og økonomiske data siden da.

### Renter, valuta og energipriser

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. Pengemarkedsrenten målt ved DESTR forudsættes på den baggrund at falde frem mod slutningen af 2026 til 1,8 pct.

I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig omtrent konstant på det nuværende niveau.

Energipriser antages som udgangspunkt at følge udviklingen i oliepriserne, der i prognoseperioden forudsættes at følge futurespriser. Olieprisen i prognosen er fastlagt på baggrund af et gennemsnit af futurespriserne i september forud for afslutningen af talgrundlaget. Olieprisen var i første tredjedel af september omkring 73 dollar pr. tønde og forudsættes at falde gradvist til lidt under 70 dollar pr. tønde ved udgangen af 2026.

I lyset af de seneste års særlige udviklinger i prisen på gas og elektricitet tages der ligesom i Nationalbankens seneste prognoser også højde for prisudviklingen på gas og elektricitet i denne prognose. Ligesom for oliepriserne antages gaspriserne at følge futuresprisen fremadrettet, og de antages at stige resten af 2024 til ca. 297 kr. pr. MWh fra det aktuelle niveau på ca. 282 kr. pr. MWh og derefter ende ved omkring 251 kr. pr. MWh ved udgangen af 2026.

Elektricitetsprisen antages at følge futuresprisen de første fire måneder, men på grund af at der handles få kontrakter med levering længere frem, og at der er væsentlige sæsonudsving i futurespriserne, antages elektricitetspriserne derefter at følge futurespriserne på gas. Prisen på elektricitet antages på den baggrund

at stige til omkring 618 kr. pr. MWh i slutningen af 2024 fra et niveau i august på 577 kr. pr. MWh, hvorefter udviklingen følger faldet fra gasfutures.

### Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt finanslovsforslaget i *Økonomisk Redegørelse*, august 2024, og det mellemfristede forløb i *Opdateret 2030-forløb*, august 2024. Det reale offentlige forbrug antages på den baggrund at stige med 3,3 pct. i 2024, 2,5 pct. i 2025 og 0,6 pct. i 2026. De offentlige investeringer antages at stige med 5,9 pct. i 2024, 6,1 pct. i 2025 og 5,4 pct. i 2026.

### Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er nedjusteret med 0,3 procentpoint i 2024 og opjusteret med 0,9 i 2025 og 0,2 procentpoint i 2026, se tabel A2. Ændrede skøn for eksportmarkedsvækst og udenlandske priser og lønninger bidrager til at dæmpe væksten i år, mens eksportmarkedsvæksten hæver væksten i 2025 og 2026. Nedjusteringen i 2024 og opjusteringen i 2025 afspejler hovedsageligt andre faktorer, som bl.a. er et resultat af, at bidraget til BNP-væksten fra genåbningen af Tyrafeltet beregningsteknisk er rykket fra 2024 til 2025.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er nedjusteret med 0,9 og 0,5 procentpoint i 2024 og 2025, men opjusteret med 0,1 procentpoint i 2026. Ændrede forudsætninger om udenlandske lønninger og priser bidrager til at nedjustere skønnet for inflationen i alle år. Det positive bidrag fra andre faktorer i 2026 afspejler til dels forudsætninger om højere priser på el og gas. Det indgår under andre faktorer, da priserne på el og gas bevæger sig mere, end hvad det normale gennemslag fra oliepriser tilsiger.

TABEL A1

### Oversigt over prognosens antagelser

	2023	2024	2025	2026
<b>International økonomi</b>				
Eksportmarkedsvækst, pct., år-år	-0,2	1,8	3,2	3,1
Udenlandsk pris, pct., år-år <sup>1</sup>	-1,8	0,6	1,9	1,8
Udenlandsk timeløn, pct., år-år	5,5	3,3	3,3	3,2
<b>Finansielle forhold mv.</b>				
Pengemarkedsrente, pct., p.a.	2,9	3,3	2,0	1,8
Gennemsnitlig obligationsrente, pct., p.a.	3,5	3,2	2,7	2,8
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,7	105,2	105,4	105,4
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,9	6,9	6,8	6,8
Oliepris, brent, USD pr. tønde	82,0	79,3	71,2	70,0
<b>Finanspolitik</b>				
Offentligt forbrug, pct., år-år	0,2	3,3	2,5	0,6
Offentlige investeringer, pct., år-år	-1,2	5,9	6,1	5,4
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	873	879	884	885

<sup>1</sup> Sammenvejlet importpris for de lande, som Danmark eksporterer til. I prognosen forudsættes de samme vækstrater for de sammenvejede eksportpriser for de lande, som Danmark importerer fra.

TABEL A2

**Ændringer i prognosen**

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Prognose fra marts	2,4	1,4	1,3	2,2	2,6	1,7
<b>Bidrag til ændret skøn fra:</b>						
Eksportmarkedsvækst	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1
Renter	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Udenlandske priser og lønninger	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Andre faktorer	0,4	1,1	0,0	-0,7	-0,1	0,4
Denne prognose	2,1	2,3	1,5	1,3	2,1	1,8

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke summer.

# Må vi sende dig *nyheder* fra Nationalbanken?

Få besked om vores nyeste udgivelser  
direkte i din indbakke.

Læs mere om vores nyhedsservice  
og tilmeld dig på [nationalbanken.dk/da/nyhedsservice](https://nationalbanken.dk/da/nyhedsservice),  
eller *scan QR-koden*.



Du kan også få vores nyheder som RSS-feeds.  
Læs mere på [nationalbanken.dk/da/rss-feeds](https://nationalbanken.dk/da/rss-feeds).



# Publikationer



## NYT

Nyt er en appetitvækker, der giver et hurtigt indblik i en af Nationalbankens længere publikationer. Nyt er for dig, der har brug for et let overblik og godt kan lide en tydelig vinkling.



## STATISTIKNYHED

Statistiknyheder sætter fokus på de nyeste tal og tendenser i Nationalbankens statistikker. Statistiknyheder henvender sig til dig, der vil have hurtig indsigt i aktuelle finansielle data.



## RAPPORT

Rapporter er en tilbagevendende beretning om Nationalbankens arbejdsområder og virksomhed. Her finder du bl.a. Nationalbankens årsrapport. Rapporter er for dig, der har brug for en status og opdatering på den forgangne periode.



## ANALYSE

Analysen fokuserer på aktuelle emner, som er særligt relevante for Nationalbankens formål. Analyser kan også indeholde Nationalbankens anbefalinger. Her finder du bl.a. vores prognose for dansk økonomi og vores vurdering af den finansielle stabilitet. Analyser henvender sig til dig, der har en bred interesse for økonomiske og finansielle forhold.



## ECONOMIC MEMO

Economic Memo giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Economic Memo indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. Economic Memo henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser.



## WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working Paper henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand.

Analysen består af en dansk og engelsk version. I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

Danmarks Nationalbank  
Langelinie Allé 47  
2100 København Ø  
+45 3363 6363

Redaktionen er afsluttet 20. september 2024



**DANMARKS  
NATIONALBANK**