

DANMARKS  
NATIONALBANK

---

# Inflation, pengepolitik og status på dansk økonomi

Nationalbankdirektør Signe Krogstrup  
Finans Danmarks Direktørkonference, 5. september 2022



DANMARKS  
NATIONALBANK

# Tre temaer

---

Fra stabilitet til store udsving:  
En ny normal?

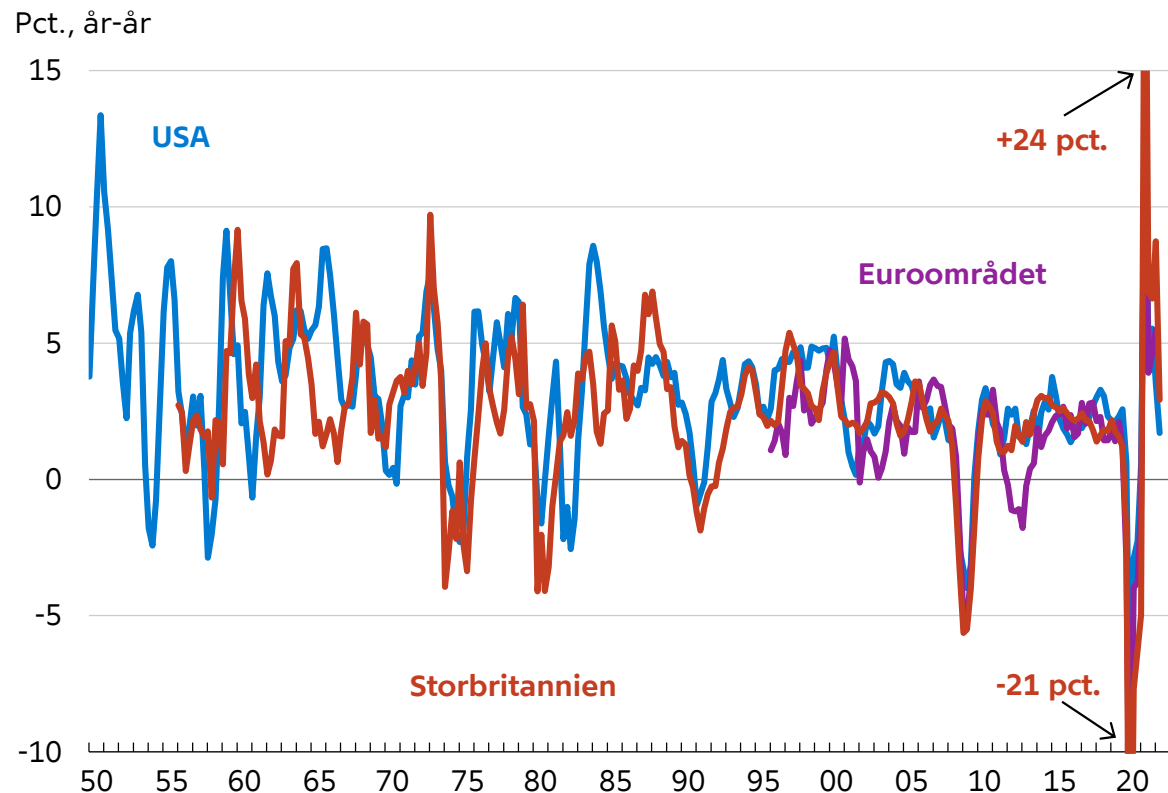
Inflation og pengepolitik

Status på dansk økonomi

# Fra stabil vækst og lav inflation til store udsving: En ny normal?

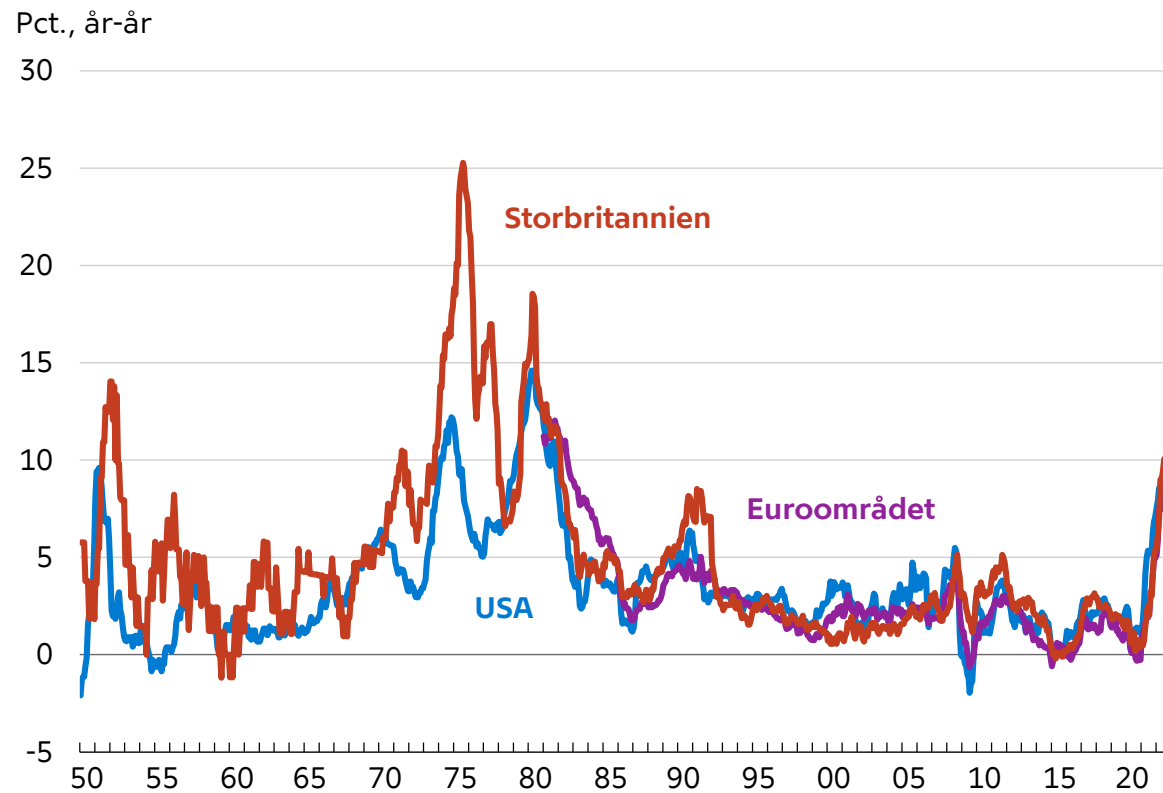
# Fra store udsving til stabil vækst og lav inflation i 1980'erne

Lang periode med stabil økonomisk vækst ...



Note: Realvækst i BNP.  
Kilde: Macrobond.

... og stabilt lave forbrugerprisstigninger



Note: CPI for USA og Storbritannien og HICP for euroområdet.  
Kilde: Danmarks Nationalbank og Macrobond.

# Hvad ser vi ind i? Øgede udsving og usikkerhed?



## Globaliseringen på retur?

- Pandemi
- Krig og geopolitik
- Protektionisme



## Demografi



## Klimaforandringer

**Vigtigt med:**

**Stabilitetsorienteret politik**

**Gode strukturer**

**En robust finansiel sektor**

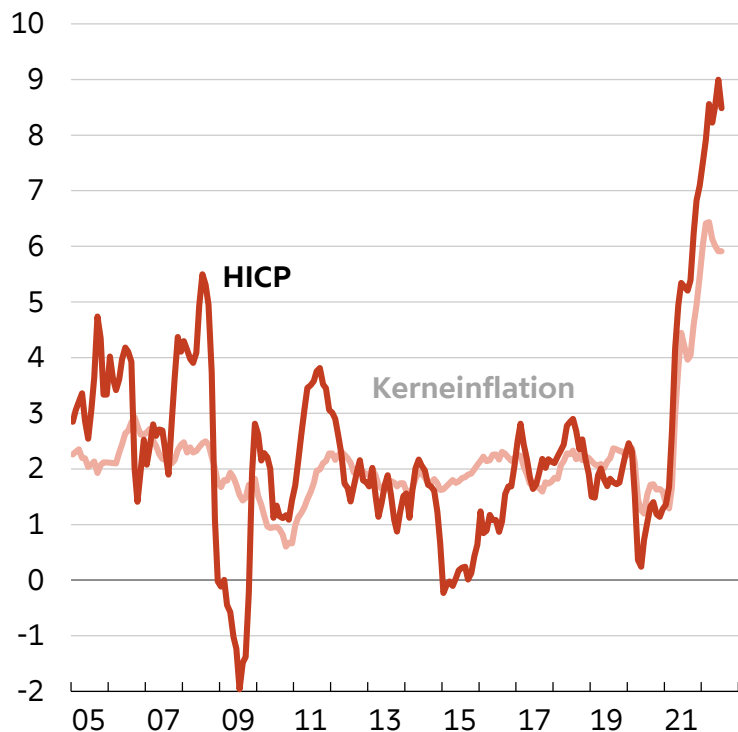
# Inflation og pengepolitik

# Inflationen er steget kraftigt siden 2021

## Den vigtigste makroøkonomiske udfordring lige nu

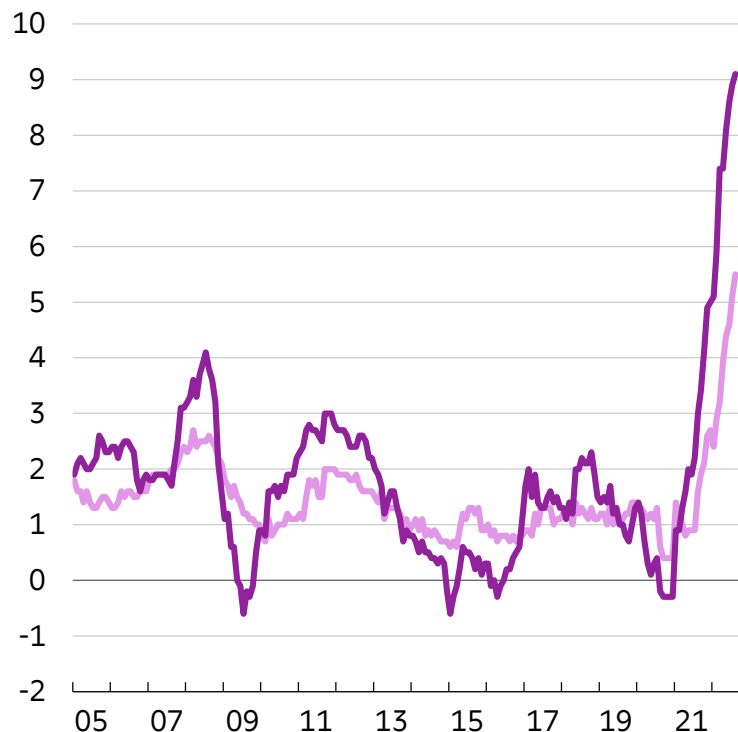
### CPI – USA

Pct., år-år



### HICP – Euroområdet

Pct., år-år



### HICP – Danmark

Pct., år-år

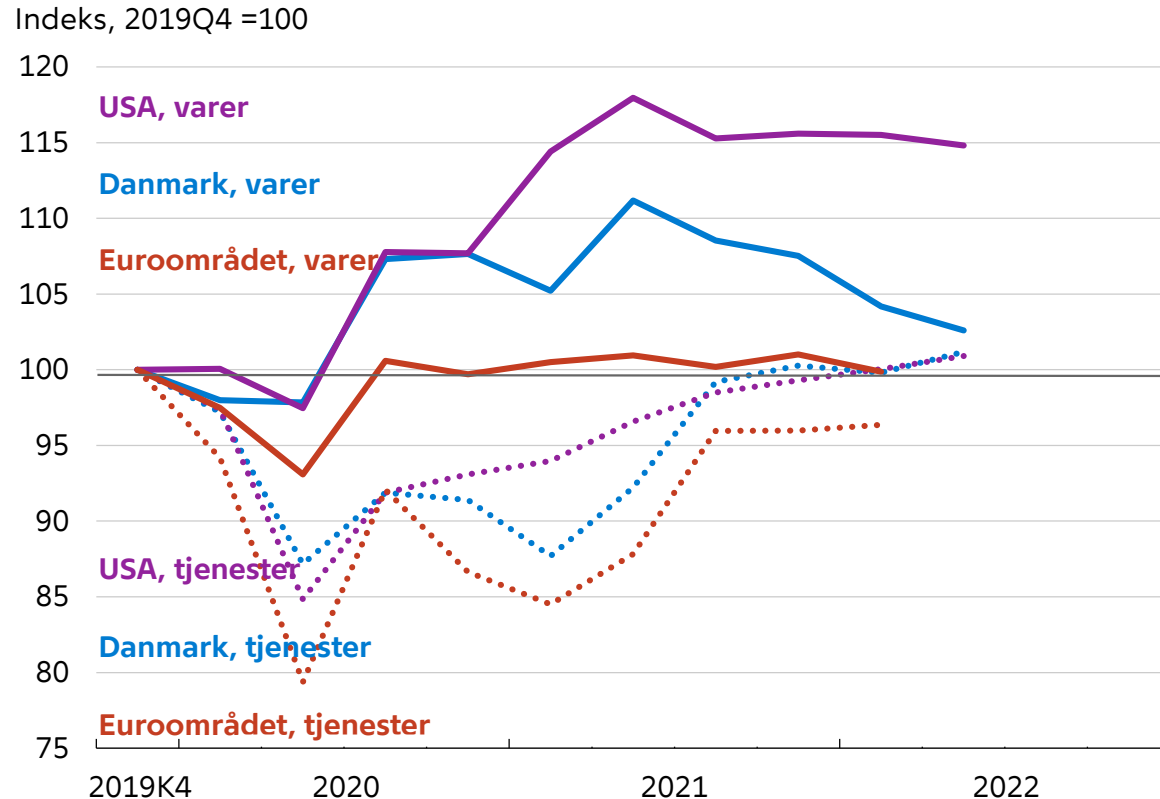


Note: HICP for Danmark og euroområdet. CPI for USA. Lyse serier viser kerneinflationen, dvs. HICP/CPI ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.  
Kilde: Macrobond.



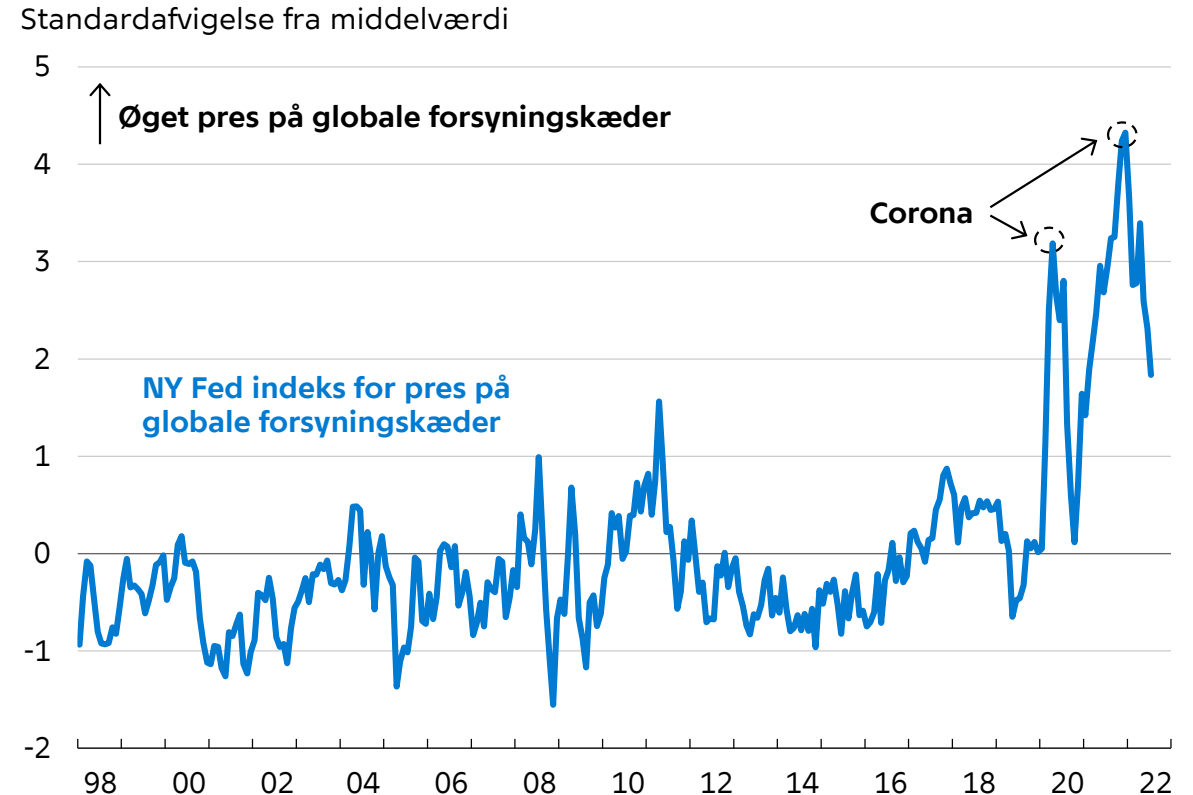
# En serie af globale efterspørgsels- og udbudsforstyrrelser har øget inflationen

## Stort skifte over mod vareefterspørgsel – især i USA



Kilde: Macrobond og egne beregninger.

## Stort pres på forsyningskæderne

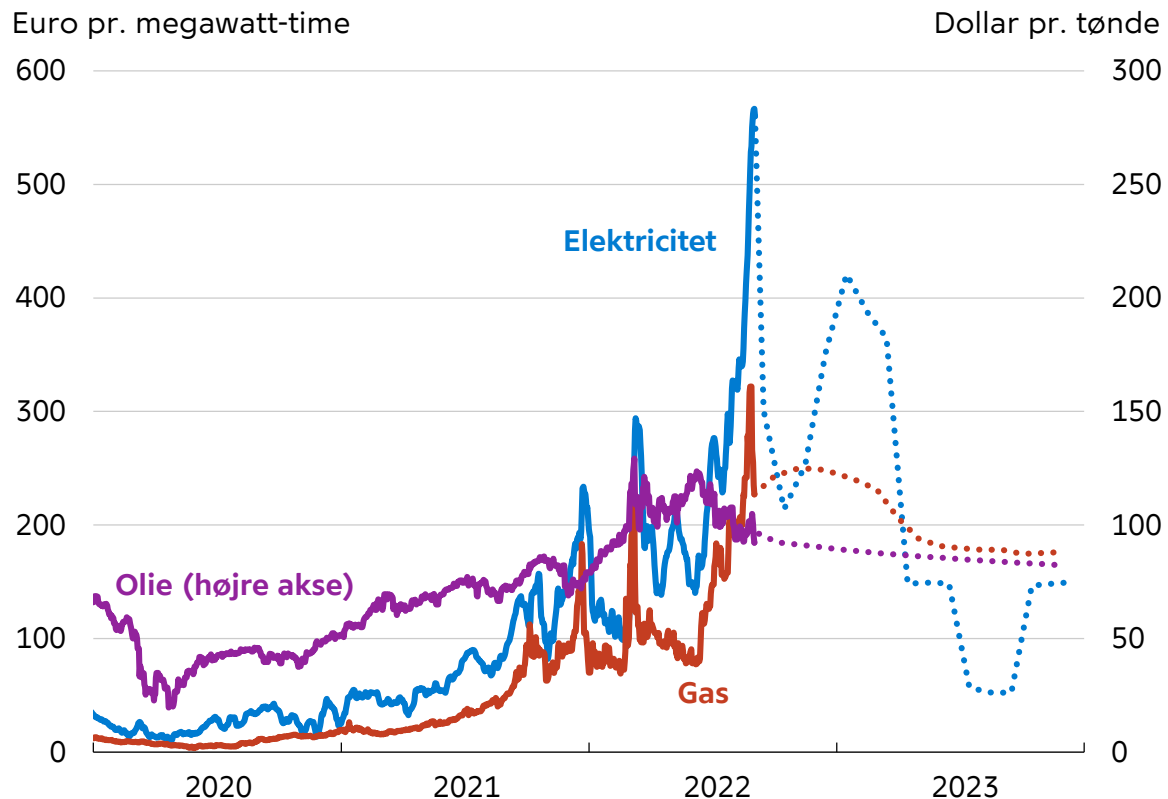


Kilde: Macrobond.



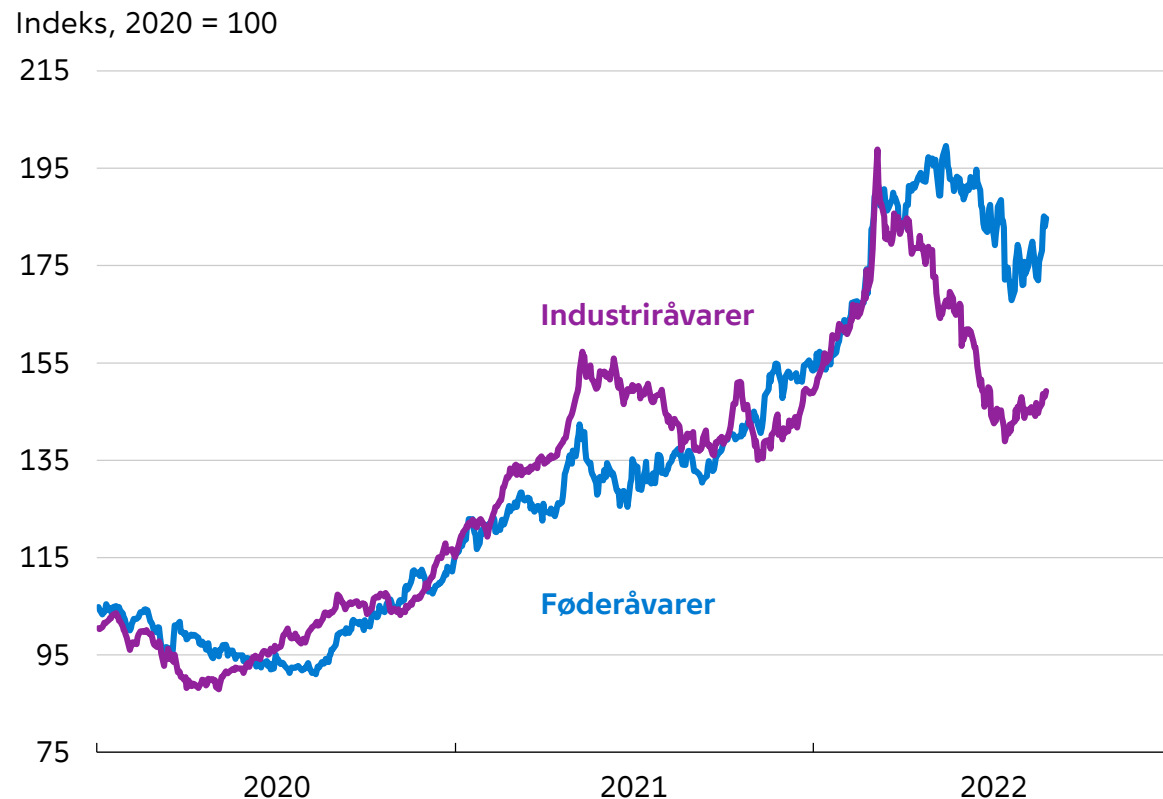
# Høje og volatile energi- og råvarepriser har også bidraget

## Høje og volatile priser på energi ...



Kilde: Macrobond og egne beregninger.

## ... og råvarer

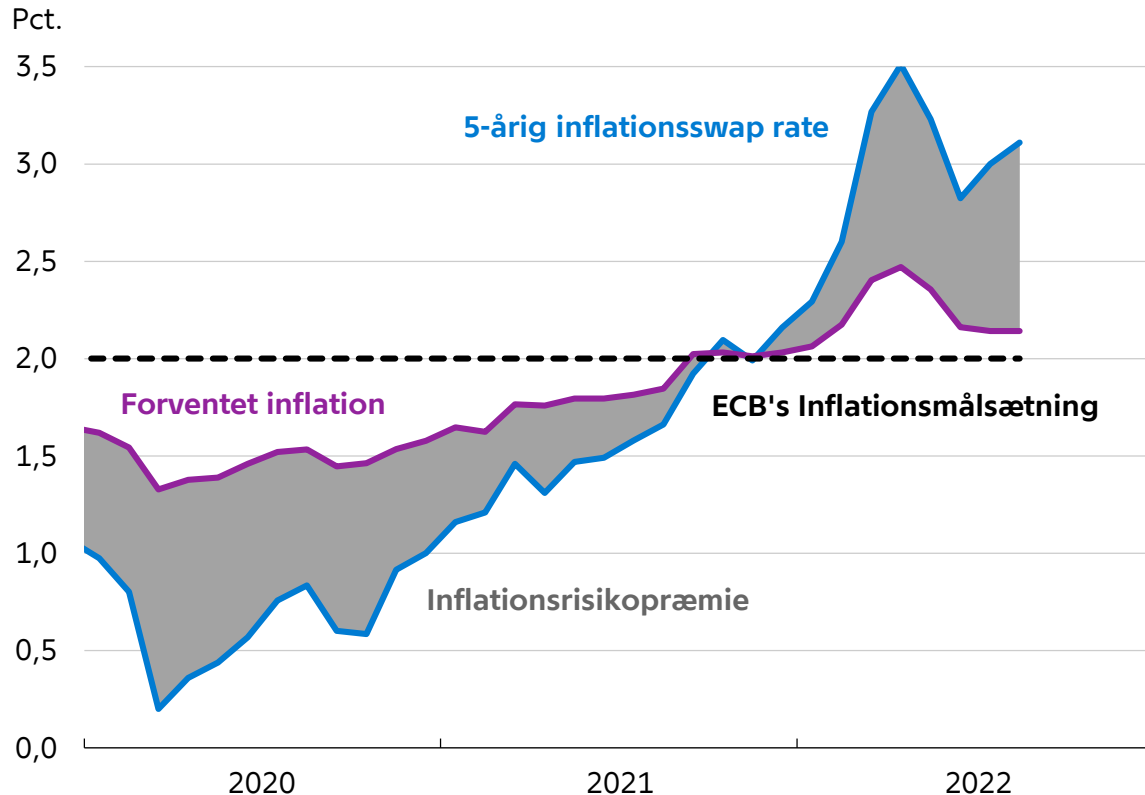


Note: Føderåvare- og industriråvareindeks fra Hamburg Institute of International Economics (HWWI).  
Kilde: Macrobond.



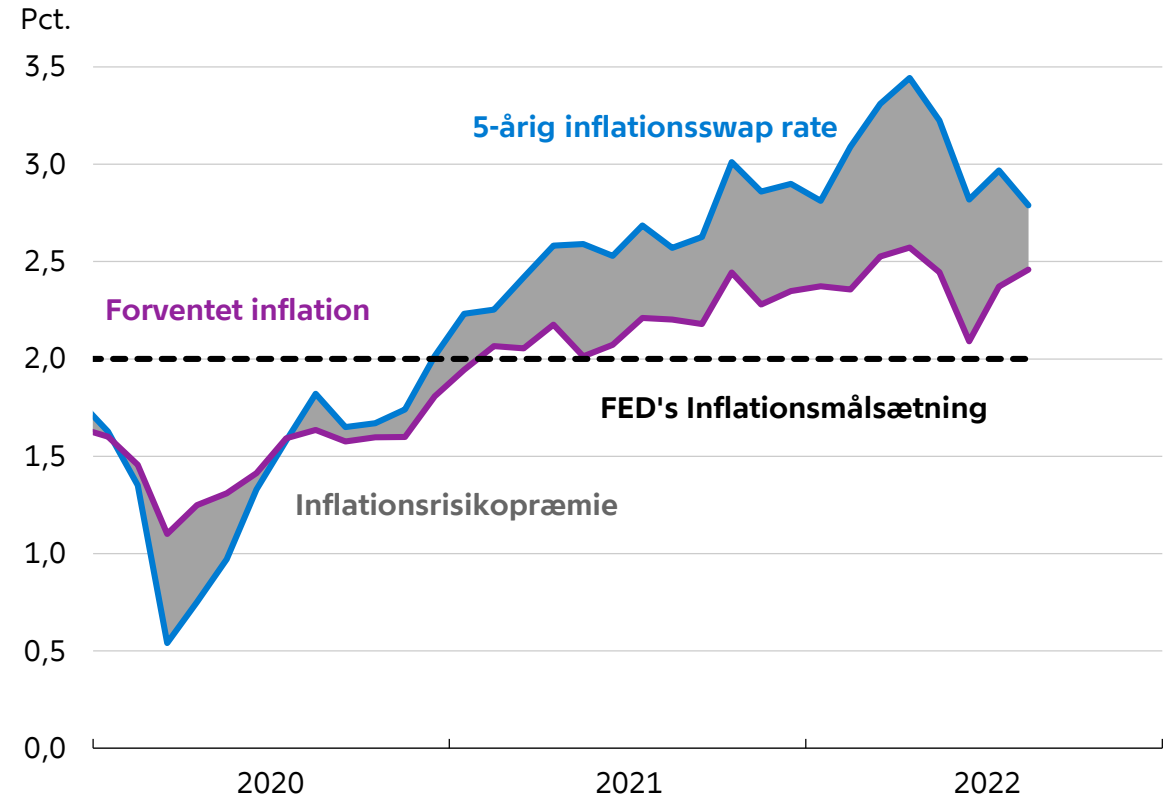
# Inflationsforventninger var forankret gennem 2021, men risiko for løn-pris-spiraler er stigende

Inflationsforventningerne ligger tæt på målsætningen i euroområdet ...



Kilde: Macrobond, Refinitiv Eikon og egne beregninger.

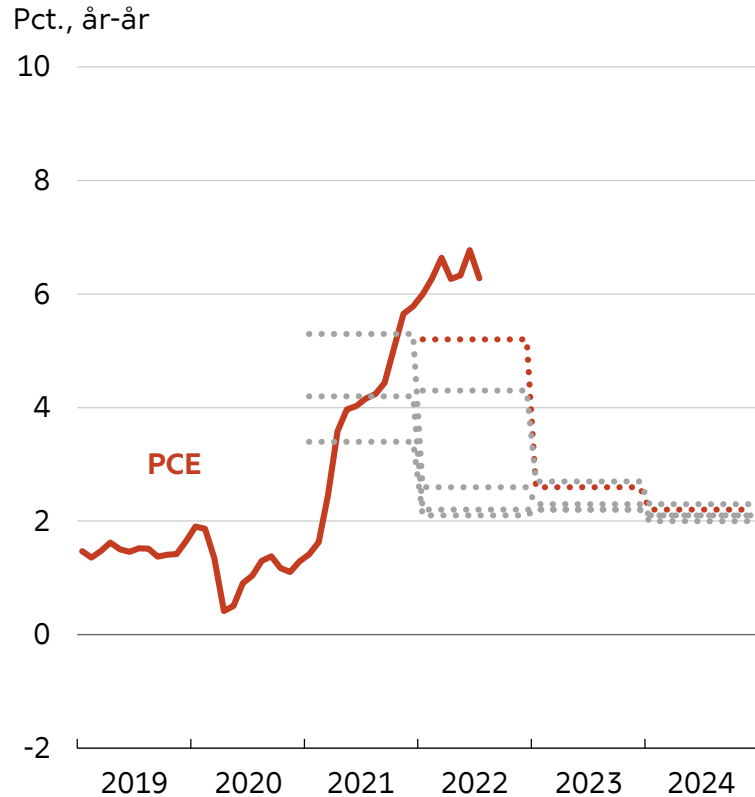
... og lidt over i USA



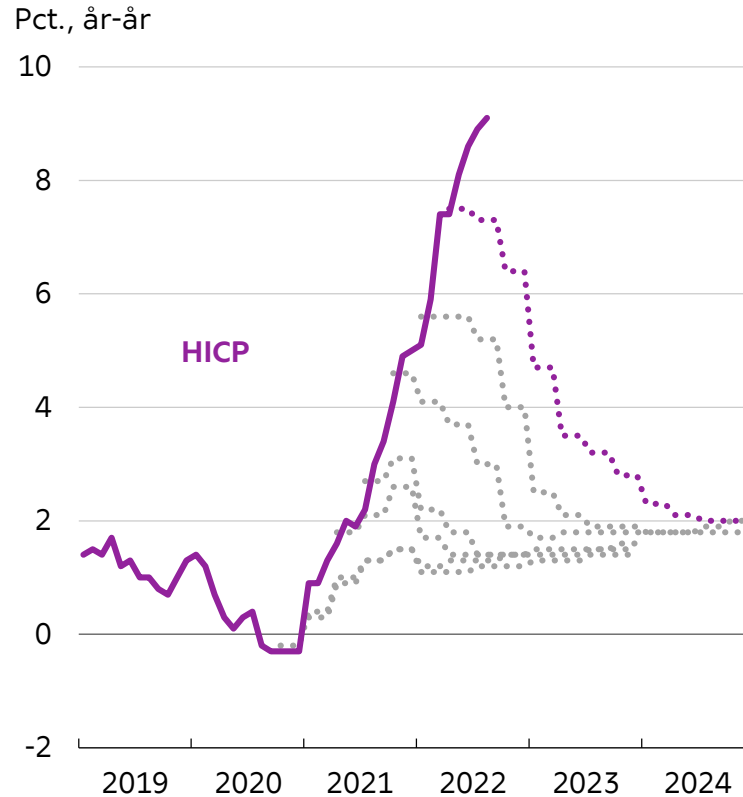
Kilde: Refinitiv Eikon og egne beregninger.

# Den stigende inflation forventedes i første omgang at være forbigående

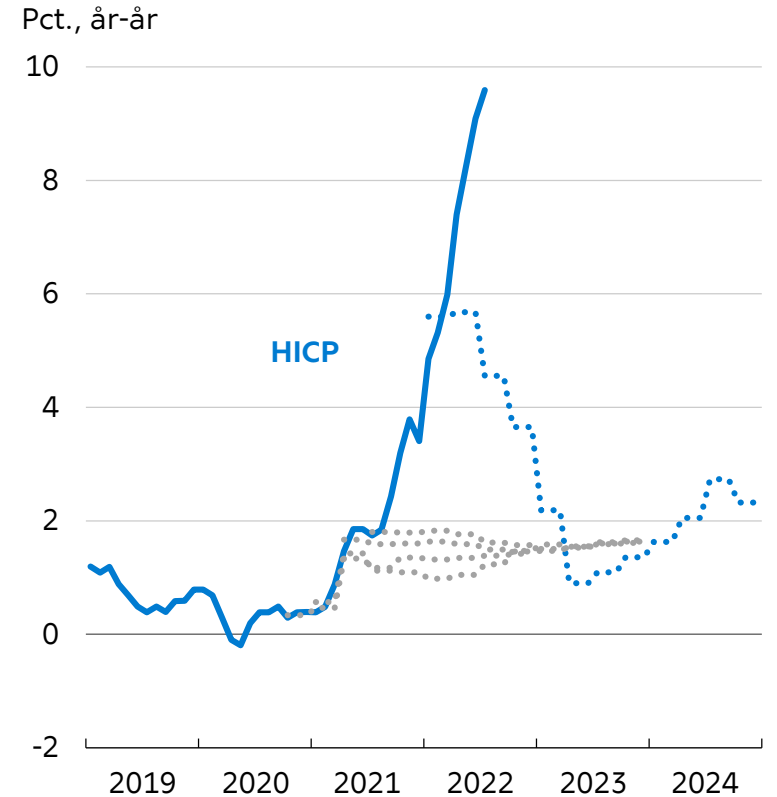
## USA



## Euroområdet



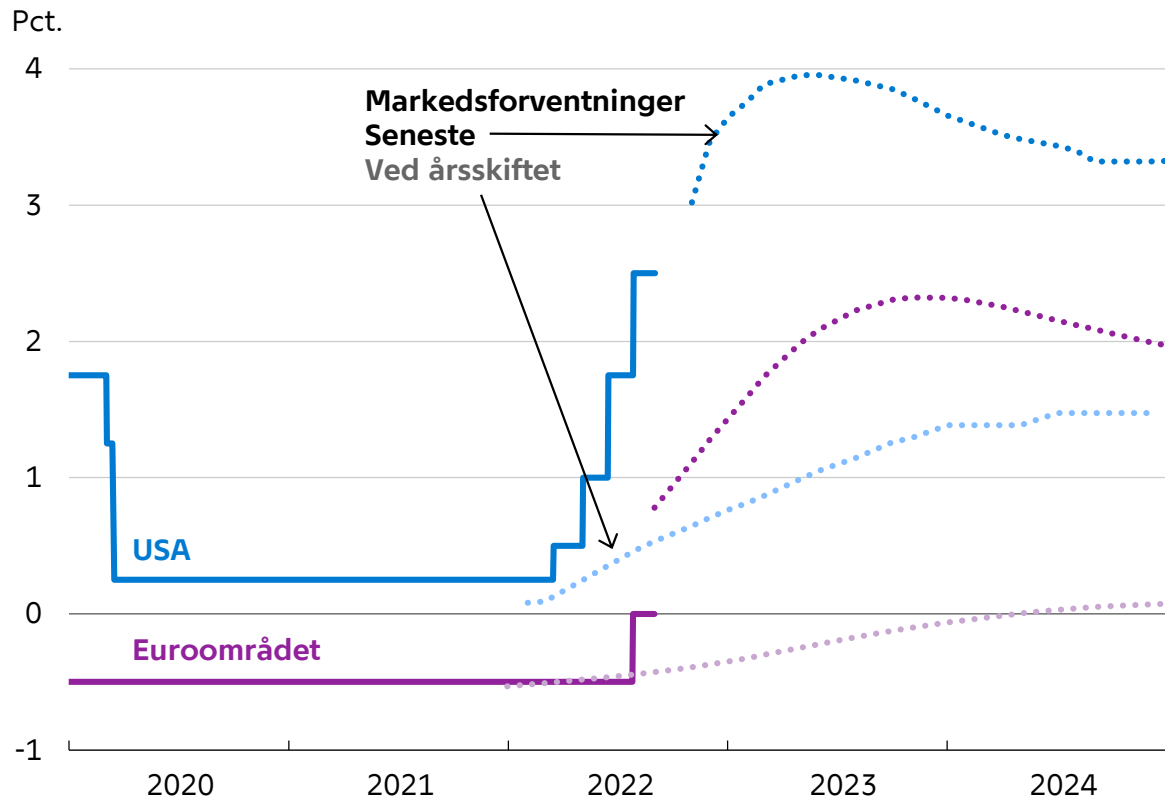
## Danmark



Note: Prognoser fra FED, ECB og Danmarks Nationalbank.  
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

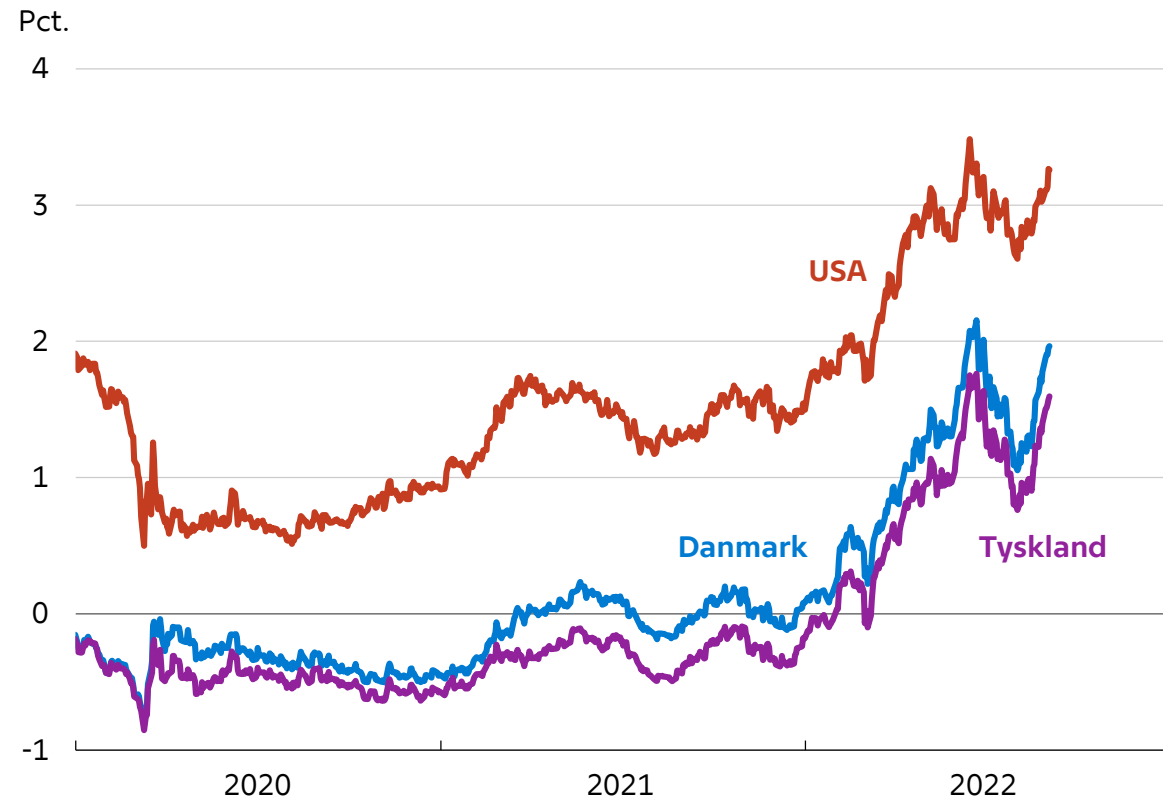
# Pengepolitikken i de store centralbanker blev strammet tidligt i 2022

Centralbankerne har sat renterne op, og markedsdeltagerne forventer, at renterne stiger yderligere



Kilde: Macrobond og egne beregninger.

De 10-årige statsrenter er steget i forventningen om strammere pengepolitik og ophør af opkøbsprogrammer

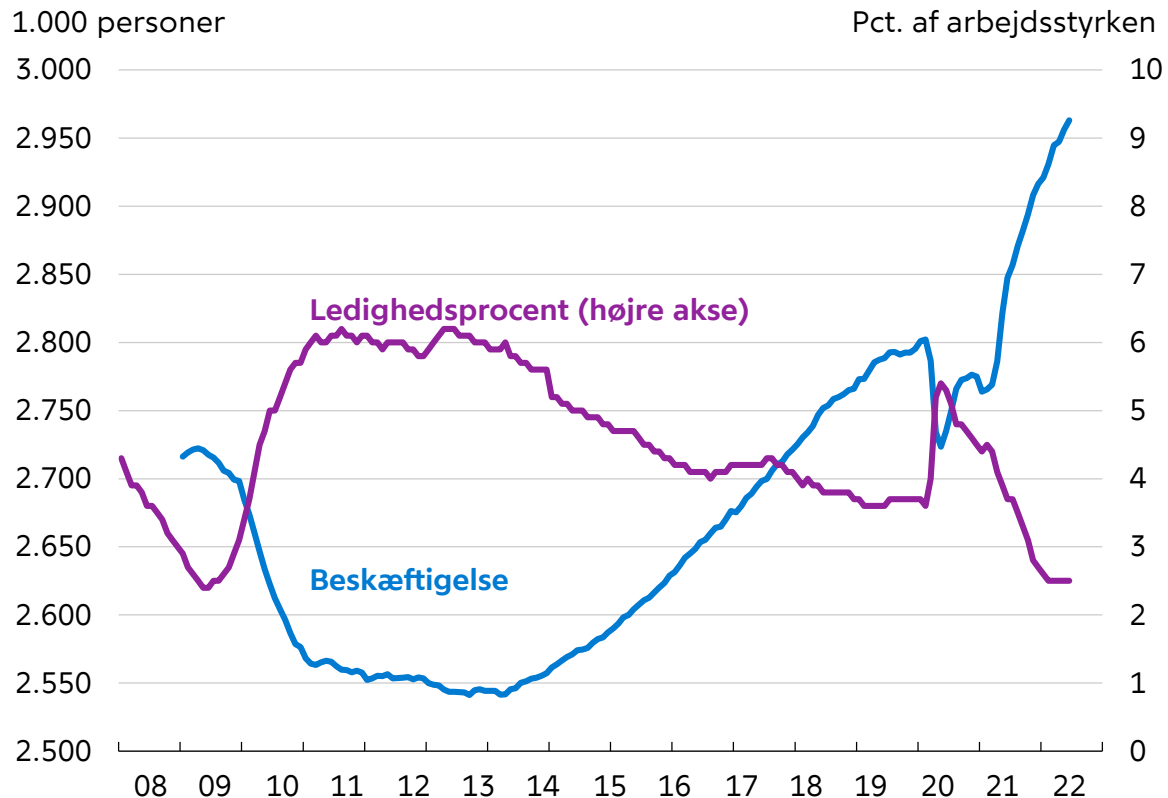


Note: 10-årige benchmark-renter.  
Kilde: Thomson Reuters Eikon.

# Status på dansk økonomi

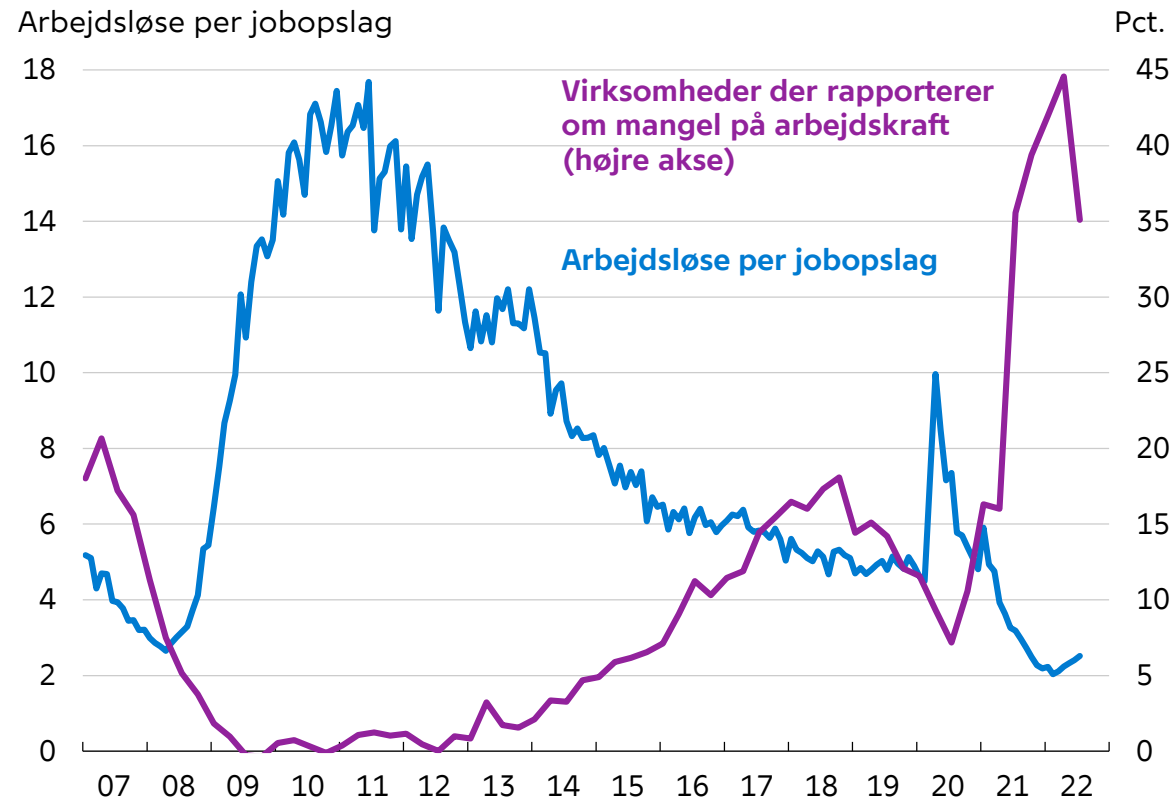
# Stærk dansk økonomi med stort pres på arbejdsmarkedet

## Hurtig genopretning på arbejdsmarkedet ...



Kilde: Macrobond.

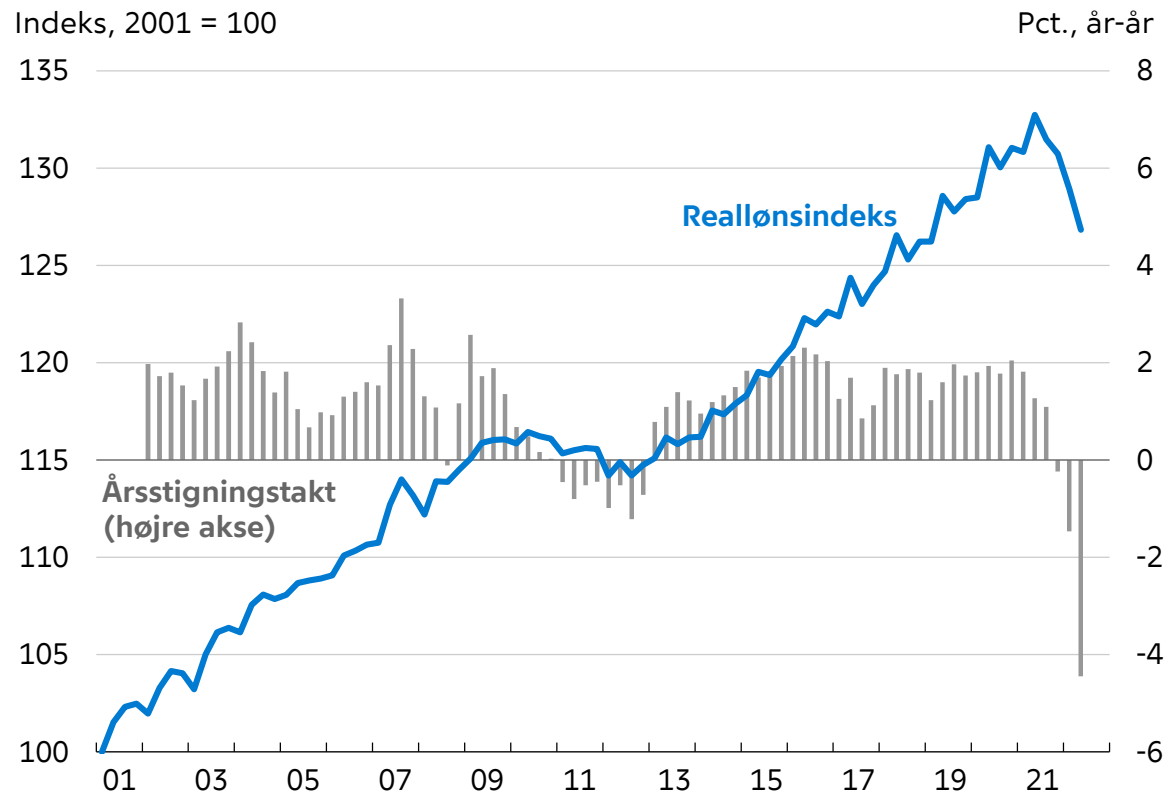
## ... har ført til et markant pres



Kilde: Macrobond og egne beregninger.

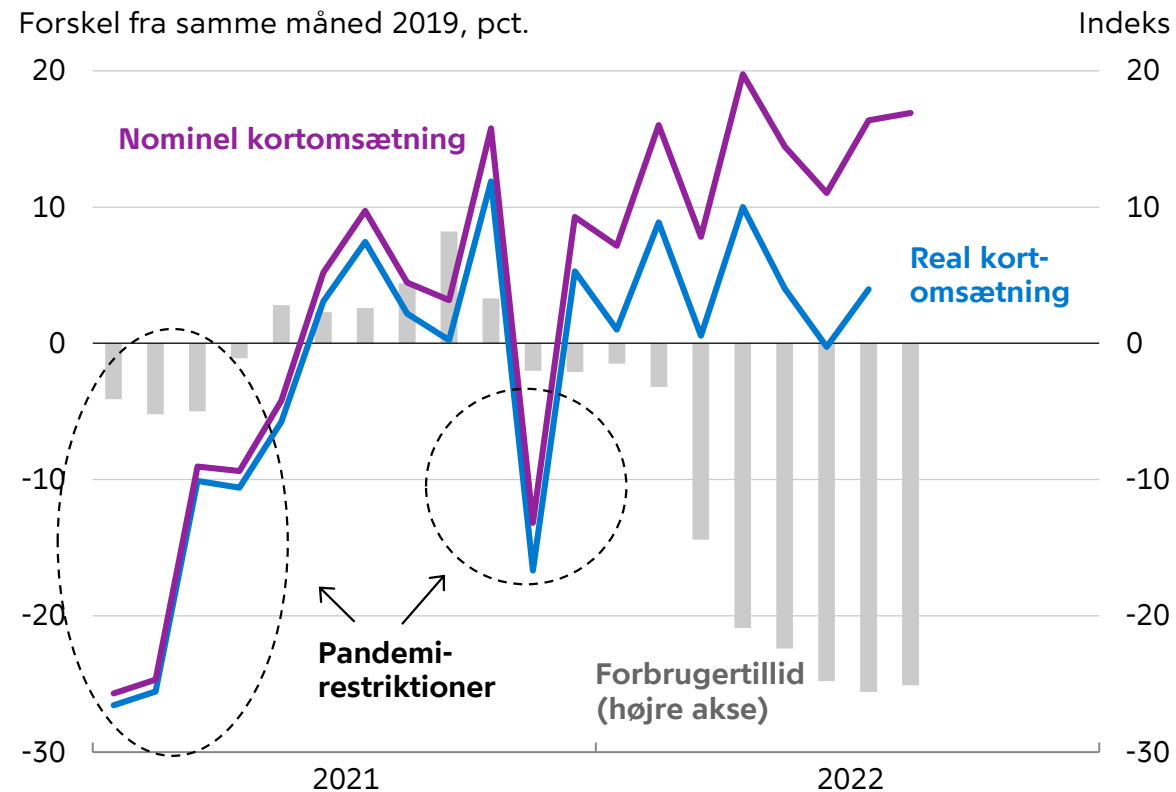
# Fra rygvind til modvind i dansk økonomi

## Købekraften er faldet tilbage til 2018-niveau



Kilde: Macrobond

## Lav forbrugertillid og afdæmpet realforbrug



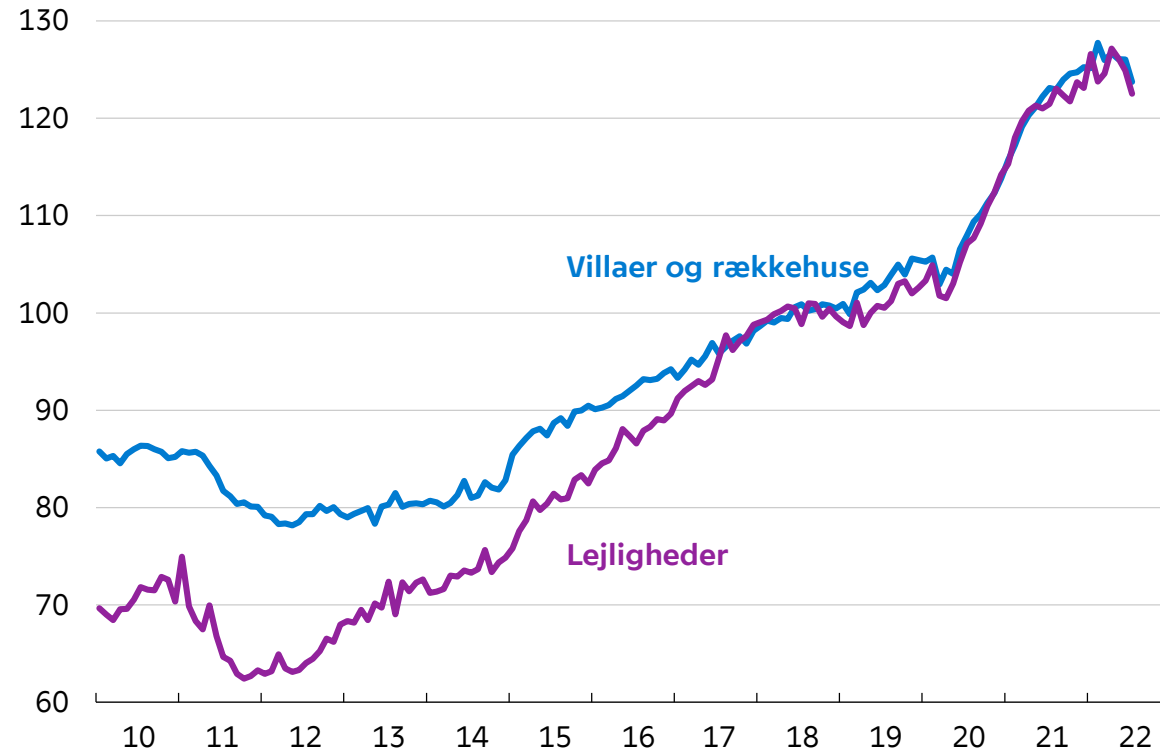
Note: Real kortomsætning er nominel kortomsætning deflateret med HICP.

Kilde: Macrobond og Nets.

# Opbremsning på boligmarkedet – fortsat vigtigt at styrke strukturerne

## Udsigt til prisfald på boligmarkedet efter store stigninger

Indeks, 2018 = 100



## Gode strukturer på boligmarkedet giver en mere robust økonomi

Gennemførelse af ny boligskattereform

Lavere rentefradrag

Begrænse adgang til afdragsfrihed



# Opsummering

---

Fra stabilitet til store udsving:  
En ny normal?

Inflation og pengepolitik

Status på dansk økonomi

## DET TALTE ORD GÆLDER

### Slide 2

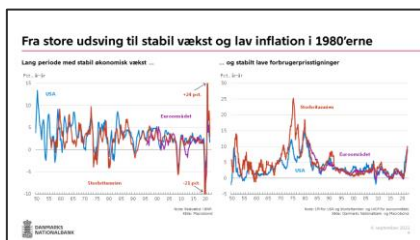


- Tak, fordi I har inviteret mig til at tale ved jeres traditionsrige direktørkonference.
- Jeg vil starte med at tale lidt om nogle af de globale udfordringer, som vi står overfor – både i dag på lidt længere sigt.
- Derefter vil jeg vende mig mod den aktuelt største makroøkonomiske udfordring – den høje inflation, som vi oplever på tværs af lande.
- Jeg vil slutte af med nogle bemærkninger om udviklingen i dansk økonomi.

### Slide 3



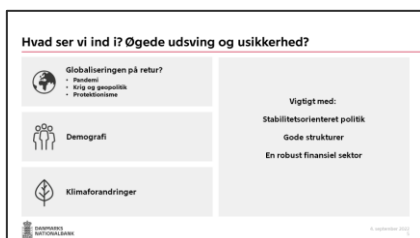
## Slide 4



### Fra store udsving til stor stabilitet

- Verdensøkonomien har gennem historien været kendetegnet ved store udsving – både store udsving i den økonomiske aktivitet, store udsving i priserne og i perioder også af stor ustabilitet i den finansielle sektor.
- I 1980'erne skete der et skifte mod en periode med mere vedvarende stabil vækst og lav og stabil inflation – både i de avancerede økonomier og i vækstøkonomierne. Perioden fra 1980'erne og frem til udbruddet af den finansielle krise i 2007 betegnes derfor ofte som “den store moderation”.
- Den stabile udvikling skyldes formentligt en række forhold. For mig er det nærliggende at nævne en bedre og mere stabilitetsorienteret økonomiske politik – herunder uafhængige centralbanker med et klart mandat om prisstabilitet.
- Men også forhold som globalisering i bred forstand og udbredelsen af demokrati og markedsøkonomiske principper på tværs af lande har givetvis spillet en vigtig rolle.

## Slide 5



### Det store spørgsmål er, hvor vi er på vej hen

- Den store moderation blev afløst af finanskrisens udbrud i 2007.
- Siden dengang er der blevet gjort en stor indsats for at sikre en mere robust finansiel sektor – men i stedet står vi med nogle udfordringer af mere geopolitisk karakter, som potentielt kan skabe øgede udsving i økonomien fremadrettet.
- Der er fx indikationer på, at globaliseringen er aftaget i styrke, og at protektionistiske tendenser vinder frem. Og pandemien og Ruslands invasion af Ukraine kan bidrage til, at udviklingen af de globale værdikæder, som har bidraget til stor velstandsfremgang, bliver sat i bagegear.
- Den demografiske udvikling kan også bidrage til, at udviklingen fremadrettet bliver mindre gunstig. Kinas indtog på verdensmarkedet har

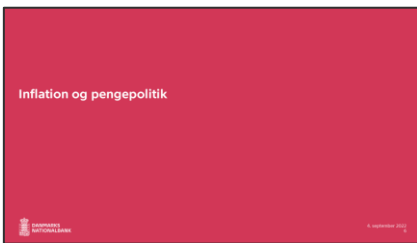
understøttet globaliseringen – men de seneste befolkningsprognoser fra FN tyder på, at den kinesiske arbejdsstyrke vil blive væsentligt mindre i de kommende år.

- Endeligt kan klimaforandringer spille en rolle. På det seneste har vi fx set, hvordan klimaforandringer kan skabe store udsving i energiforsyningen.

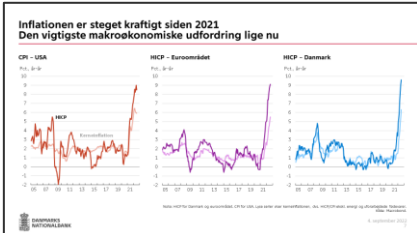
### Vigtigt med godt strukturer og vækst i produktivitet

- Vi skal være forberedt på udsving i fremtiden. Det understreger vigtigheden af gode samfundsmæssige strukturer og en stabilitetsorienteret økonomiske politik, der understøtter en robust økonomi.
- Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at selvom produktivitetsvækst er notorisk svær at forudsige, er det på langt sigt sandsynligt med fremgang i produktiviteten, som er en afgørende drivkraft for fremgang i velstand.

### Slide 6



### Slide 7



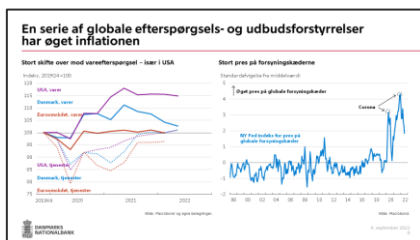
### Inflationen er steget kraftigt på tværs af lande

- Inflationen er nu 8,5 pct. i USA, 9,1 pct. i euroområdet og 9,6 pct. i Danmark. For USA's og Danmarks vedkommende er det de højeste niveauer i omtrent fire årtier, mens det for euroområdets vedkommende er det højeste niveau for inflationen siden valutaens indførelse i 1999.
- Stigningen kommer efter en lang periode, hvor inflationen har været lav i forhold til centralbankernes målsætninger.

### Lav og stabil inflation er en vigtig forudsætning for en stabil samfundsmæssig økonomisk udvikling

- Den høje inflation er således den vigtigste samfundsmæssige udfordring netop nu, og det er primært centralbankernes opgave at få den bragt ned.

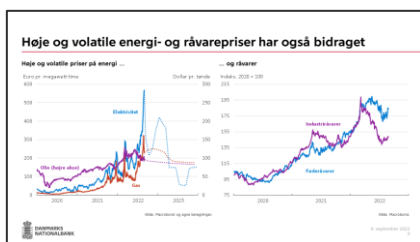
## Slide 8



### Den høje inflation afspejler både udbuds- og efterspørgselsforhold

- I forbindelse med udbruddet af covid-19-pandemien i begyndelsen af 2020 blev økonomierne lukket ned på tværs af kloden.
- Den efterfølgende genåbning førte til en kraftig stigning i efterspørgslen – og det skete samtidigt på tværs af en lang række lande.
- Især var der en kraftig stigning i efterspørgslen efter varer, mens mange serviceerhverv stadig var nedlukkede.
- Stigningen i efterspørgslen var understøttet af ekspansiv finans- og pengepolitik.
- Samtidig med at efterspørgslen efter varer steg, var der store udfordringer med de globale forsyningskæder. De globale forsyningskæder er afgørende for, at varerne kommer frem til dem, der efterspørger dem.
- Kombinationen af en kraftig stigning i efterspørgslen i en situation, hvor udbuddet stadig var begrænset, førte til stigende inflation.
- I første omgang var stigningen i efterspørgslen især kraftig i USA, men da mange varer handles på et globalt marked, spredte de stigende priser sig på tværs af lande.

## Slide 9



### Væsentlige bidrag til inflationen fra højere energi- og fødevarerpriser

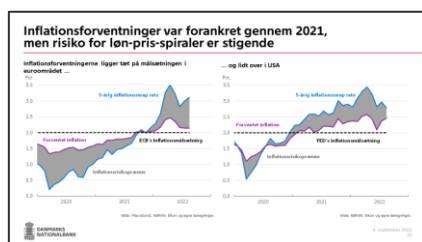
- Den høje inflation afspejler, at priserne på en lang række varer og tjenester stiger mere end normalt.
- Energi- og råvarepriserne spiller imidlertid en afgørende rolle.
- Råvarer er centrale i produktionen af en lang række varer.
- I takt med at vareefterspørgslen steg, førte det derfor til en væsentlig stigning i efterspørgslen efter råvarer – og derfor til en stor stigning i råvarepriserne. Samtidig steg prisen på energi.
- Stigende priser på råvarer er således en væsentlig årsag til stigningen i priserne på varer.

- Samtidig giver en stor efterspørgsel anledning til, at producenterne kan øge deres mark-up'ler – det har der især været indikationer på i USA.

### Inflationen bliver understøttet af Ruslands invasion af Ukraine

- I februar 2022 blev verdensøkonomien ramt af sit andet store stød inden for kort tid – Ruslands invasion af Ukraine.
- Rusland er en stor producent af olie og gas, og invasionen, og de afledte politiske spændinger, har bidraget til yderligere stigninger i energipriserne.
- Det gælder ikke mindst i Europa, som har været en stor importør af gas fra Rusland. Her er prisen på elektricitet og gas derfor gået kraftigt i vejret.
- Samtidig har både Rusland og Ukraine en stor eksport af fødevarer. Invasionen har derfor også bidraget til en stor stigning i fødevarerpriserne.
- Så mens den høje inflation i høj grad afspejler forhold i relation til covid-19-pandemien og den efterfølgende reaktion derpå, har Ruslands invasion bidraget yderligere til de stigende priser.

### Slide 10



### Inflationsforventningerne er steget, men de er fortsat forankrede

- Det kan ikke undgås, at store stød af den type, som vi har set, fører til en stigning i inflationen.
- Det er imidlertid afgørende, at inflationen kommer ned igen. I den forbindelse spiller forventningerne til den fremtidige inflation en vigtig rolle.
- Hvis der er tiltro til, at inflationen kommer ned igen, vil det i sig selv lægge en dæmper på løn- og prisstigningerne.
- Figuren viser, at mens de markedsbaserede inflationsforventninger i både euroområdet og USA er steget i forhold til før pandemien, så ligger de stabilt i nærheden af centralbankernes målsætning på 2 pct.

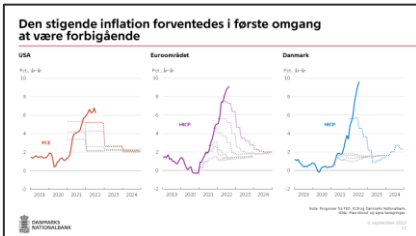
### Dæmper risiko for pris-løn-spiral

- Velforankrede inflationsforventninger dæmper risikoen for, at den høje inflation fører til markant højere lønstigninger og dermed lægger grunden for en pris-løn-spiral.
- Det skal dog bemærkes, at risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne fra 2 pct. er steget. De seneste data viser, at medianen for husholdningernes forventninger til inflationen om 3 år i euroområdet er steget til tæt på 3 pct., og gennemsnittet er steget til lidt under

5 pct. Andre tidlige indikatorer for afkobling af inflationsforventningerne, såsom mål for uenighed om fremtidig inflation blandt husholdningerne, er også steget.

- Hvis først inflationsforventningerne afkobles og lægger kimen til en pris-løn-spiral, kan det kræve en betydelig økonomisk afmatning af få bragt inflationen ned igen.

## Slide 11



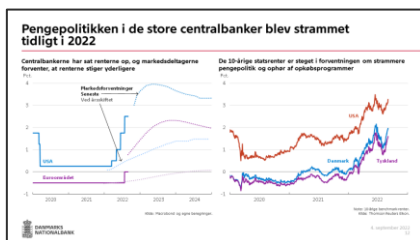
### Centralbankerne forventede først, at perioden med høj inflation ville være kortvarig

- Det er centralbankernes opgave at sikre, at inflationen er lav og stabil.
- Hvis der er udsigt til, at inflationen stiger, vil centralbankerne således modvirke dette ved at stramme pengepolitikken.
- Danmark er dog speciel i den forstand, at Nationalbanken fører fastkurspolitik og dermed ikke tilrettelægger pengepolitikken efter inflationsudsigterne.
- I stedet følger pengepolitikken i høj grad Den Europæiske Centralbank, ECB, og udsigt til højere inflation i euroområdet, vil derfor føre til strammere pengepolitik herhjemme.

### Diskussion om centralbankernes reaktion

- I takt med at inflationen er steget, er der på tværs af lande opstået en diskussion af, hvorvidt centralbankerne var for langsomme til at reagere.
- I den forbindelse er det afgørende at være opmærksom på, at stigningen i inflation i første omgang blev opfattet som midlertidig – både af centralbankerne selv og de fleste eksterne observatører.
- Det afspejler bl.a., at inflationen til dels afspejler højere råvarepriser – og når råvarepriserne stabiliserer sig, vil det også i sig selv føre til et fald i inflationen.
- Da pengepolitik virker med forsinkelse, gav det derfor ikke mening at stramme pengepolitikken – det ville først få effekt, når inflation forventedes at være faldet tilbage.

## Slide 12



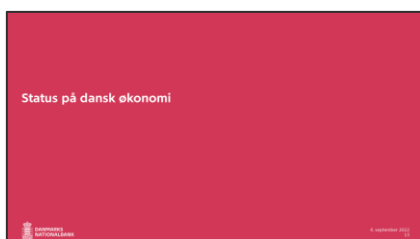
### Centralbankerne er i gang med at stramme pengepolitikken

- I 2022 blev det klart, at inflationen ikke umiddelbart ville falde tilbage af sig selv.
- På den baggrund er centralbankerne i gang med at stramme pengepolitikken. Først gennem udfasning af de store opkøbsprogrammer, som både ECB og den amerikanske centralbank, Federal Reserve, har benyttet sig af for at holde markedsrenterne nede – og gennem kommunikation fra centralbankerne om, at de ville begynde at forhøje de pengepolitiske renter. Og nu også via forhøjelser af de pengepolitiske renter.

### Pengepolitisk stramning kan aflæses i stigende markedsrenter

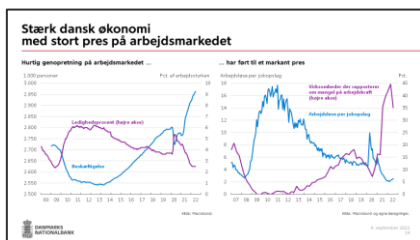
- Udviklingen i markedsrenterne illustrerer, at stramningen i pengepolitikken var i gang allerede inden forhøjelserne af de pengepolitiske renter.
- Markedsrenterne begyndte således at stige som reaktion på udfasningen af opkøbsprogrammerne og på kommunikationen fra centralbankerne om de forestående renteforhøjelser.
- Stramningen af pengepolitikken dæmper dog ikke inflation øjeblikkeligt. Det afspejler, at der går et stykke tid, indtil stramningen af pengepolitikken dæmper den økonomiske efterspørgsel – og dernæst endnu et stykke tid, inden den dæmpede efterspørgsel påvirker inflationen.

## Slide 13





## Slide 14



### I Danmark er genopretningen gået rigtig stærkt

- Efterhånden som de mange restriktioner blev løftet, vendte aktiviteten hurtigt tilbage, og beskæftigelsen steg i et tempo, der ikke er set i nyere tid. I dag er der mere end 160.000 flere lønmodtagere end umiddelbart inden, pandemien brød ud.
- Det har også ført til et betydeligt fald i ledigheden, som i dag er den laveste siden 00'erne.

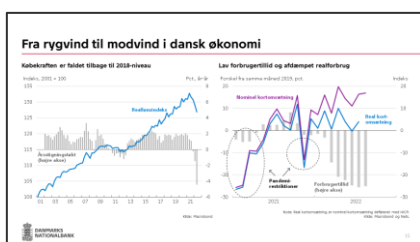
### Genopretning på arbejdsmarkedet hænger bl.a. sammen med:

- Kraftig genopretning i indenlandsk og global efterspørgsel.
- Et fleksibelt arbejdsmarked, der tillader lønmodtagerne at skifte til de erhverv, der ikke er underlagt restriktioner.
- Lønkomensation, der fastholder lønmodtagernes tilknytning til arbejdsmarkedet.

### Fremgangen har medført et markant pres på arbejdsmarkedet

- Mange virksomheder melder, at mangel på arbejdskraft begrænser produktionen.
- De mange virksomheder, der søger efter arbejdskraft, betyder, at der i juli var lige over to ledige personer for hvert job, virksomhederne slog op.
- Der er med andre ord stadig stor efterspørgsel efter arbejdskraft.

## Slide 15



### Modvinde sætter sig i aktiviteten den kommende tid

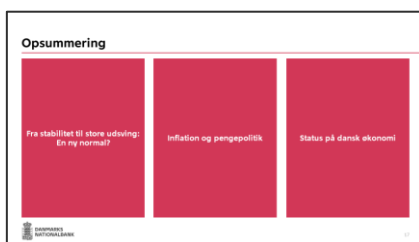
- Modvinde i form af høje energipriser, udhuling af købekraften og en strammere pengepolitik lægger en dæmper på den økonomiske udvikling verden over.
- Det vil også være tilfældet i Danmark. Dels som følge af afmatning på de danske eksportmarkeder, dels som følge af lavere indenlandsk efterspørgsel.
- Det skyldes bl.a., at den kraftige inflation har medført en tilbagegang i reallønnen, så den i dag er på niveau med 2018. Det reducerer



## Det er stadig vigtigt, at de strukturelle forhold omkring boligmarkedet forbedres

- I Danmark er der et stort samspil mellem udviklingen på boligmarkedet og den øvrige økonomi. Sunde strukturer på boligmarkedet bidrager derfor til at sikre Danmark en robust økonomi.
- Det er derfor fortsat vigtigt, at de strukturelle forhold omkring boligmarkedet forbedres – uagtet om pilen nu peger lidt ned i stedet for lidt op.
- Boligskattereformens ikrafttræden i 2024 er et stort bidrag til sundere strukturer på boligmarkedet og er derfor vigtig at holde fast i. Skattereformen vil også virke stabiliserende i nedgangstider ved at dæmpe prisfald.

### Slide 17



### Opsummering

- Som jeg har redegjort for, har verdensøkonomien været igennem nogle usædvanligt store udsving den senere tid. Det rejser naturligt spørgsmålet om, hvad vi kan forvente os fremadrettet.
- Der er grund til at tro, at vi gradvist kommer ud på den anden side af covid-19-pandemien – eller at vi i hvert fald lærer at leve med covid-19 på en måde, så den ikke griber afgørende ind i vores hverdag.
- Det vil givetvis føre til en normalisering på en række områder.
- Samtidig vil en troværdig pengepolitik sikre, at inflationen bliver bragt tilbage på centralbankernes målsætninger.
- Det er imidlertid vanskeligt at spå om, i hvilket omfang globale tendenser som mulig af-globalisering, ændrede demografiske forhold og klimaforandringer vil bidrage til en mindre stabil økonomisk udvikling.
- Under alle omstændigheder er det vigtigt, at vi værner om vores samfundsinstitutioner, så de fortsat understøtter den samfundsmodel, som vi har nydt godt af i mange år.
- Det gælder også i dansk økonomi. Helt konkret kan både en stabilitetsorienteret finanspolitik og gode strukturer omkring boligmarkedet bidrage til en stabil samfundsøkonomisk udvikling.