

DANMARKS  
NATIONALBANK

---

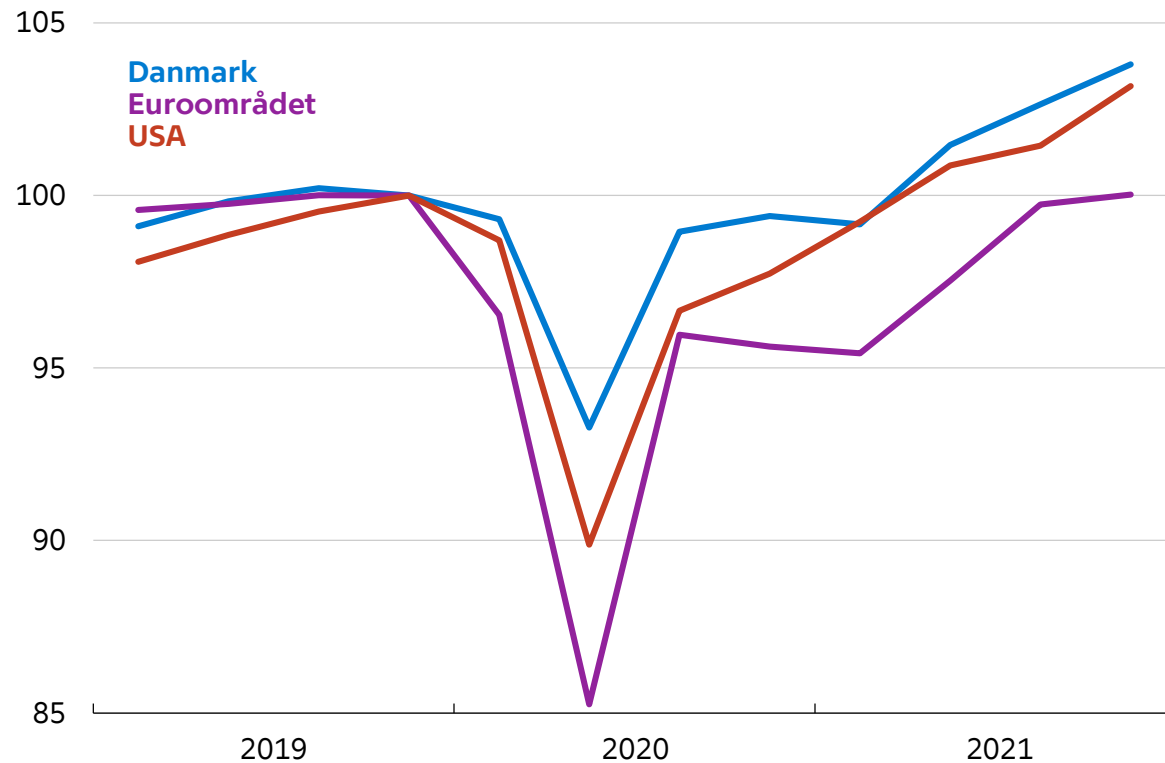
# Vækst, inflation og økonomisk politik i lyset af krigen i Ukraine

Thomas Harr, Vicedirektør, Danmarks Nationalbank  
17. marts 2022

# Danmark er længere fremme i opsvinget end i de fleste andre lande

## BNP er steget mere i Danmark end i euroområdet under pandemien

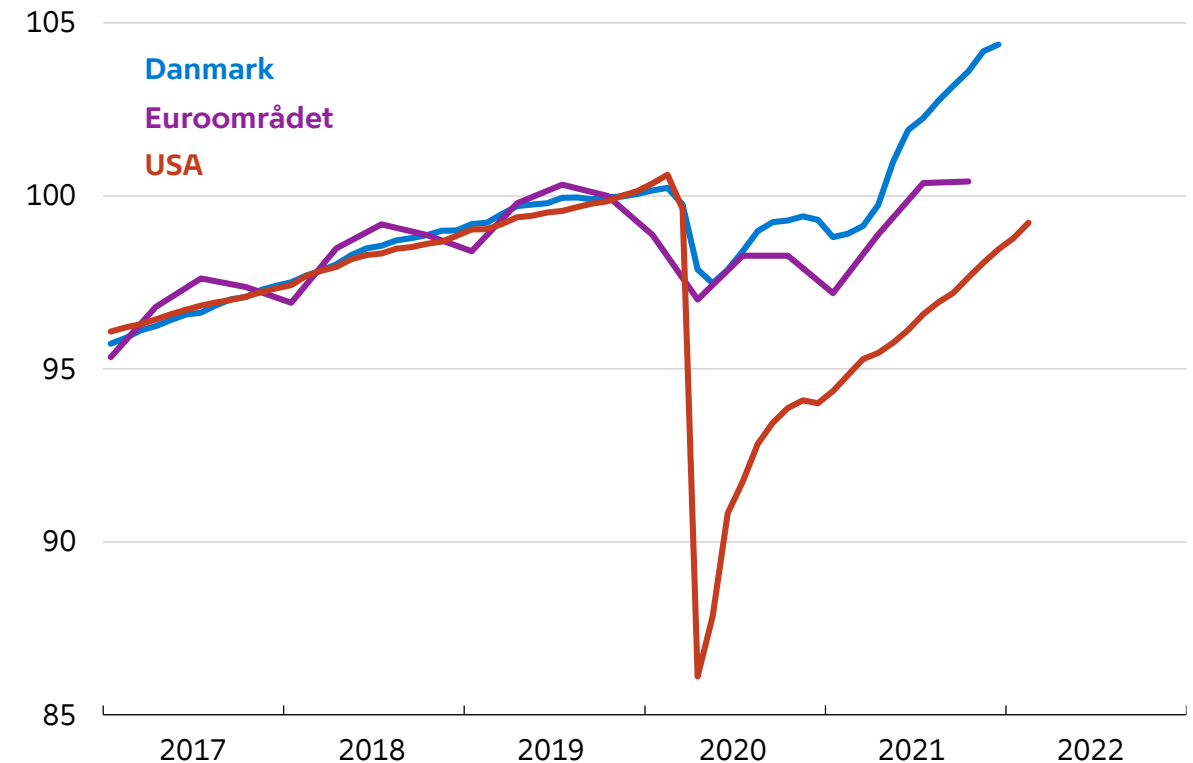
Indeks, 4. kv. 2019 = 100



Kilde: Danmarks Statistik og Macrobond.

## Beskæftigelsen er steget kraftigere i Danmark end i andre lande

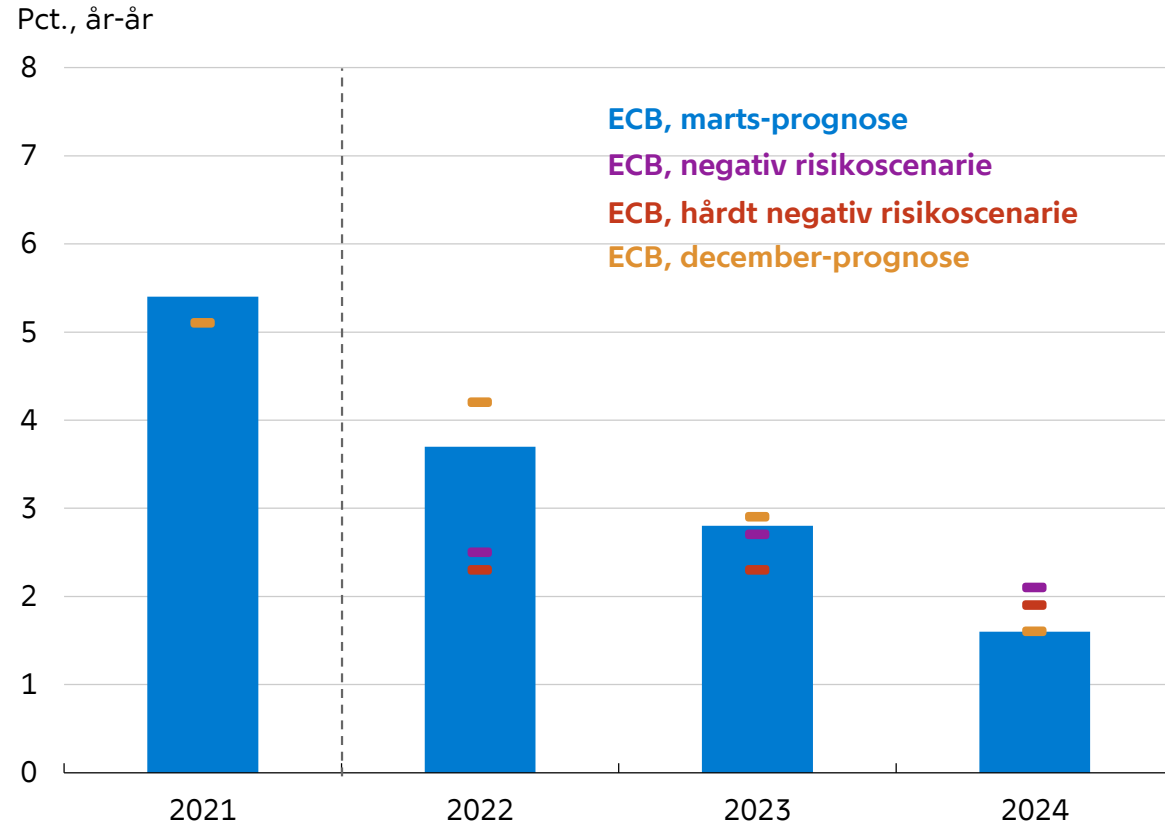
Indeks, 4. kv. 2019 = 100



Note: Lønmodtagerbeskæftigelse i Danmark, Labour Force Survey i euroområdet og non-farm payroll beskæftigelsen i USA.  
Kilde: Macrobond.

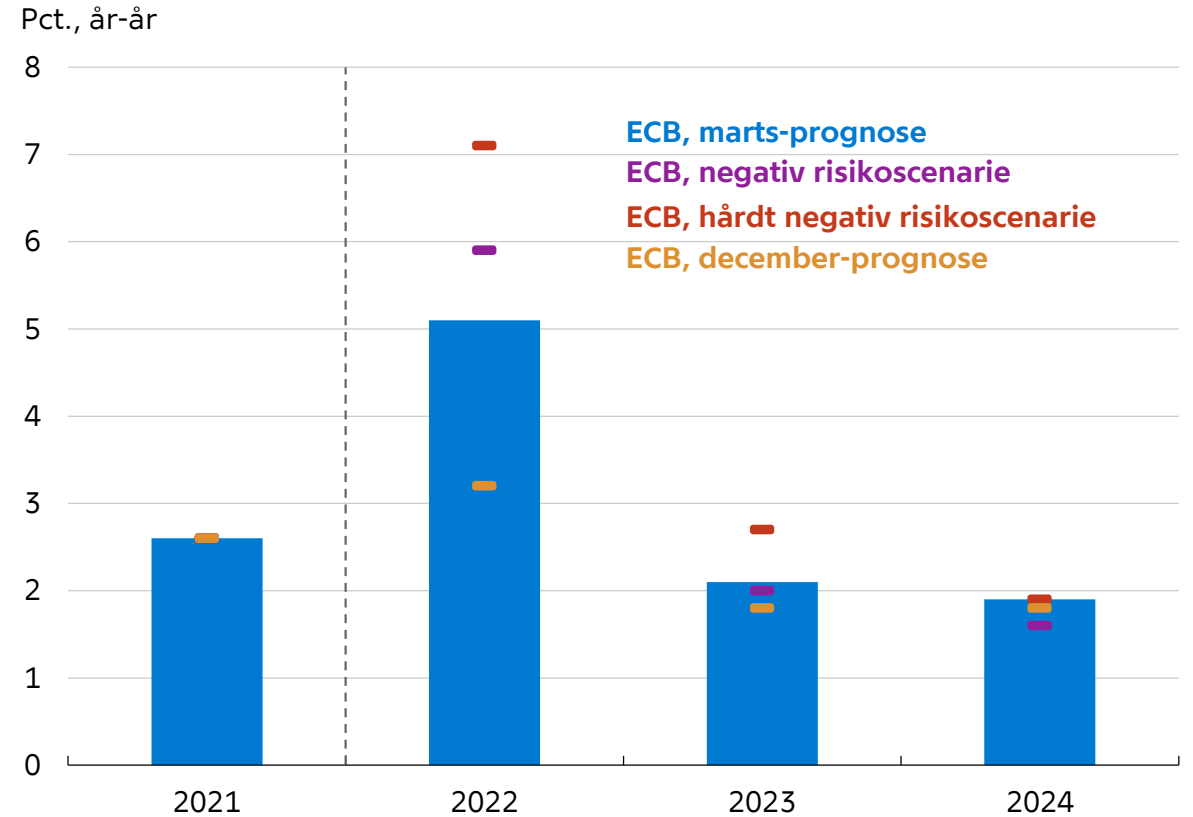
# Krigen i Ukraine vil dæmpe væksten og øge priserne yderligere i euroområdet

## ECB venter lavere BNP-vækst i euroområdet efter krig i Ukraine



Kilde: ECB.

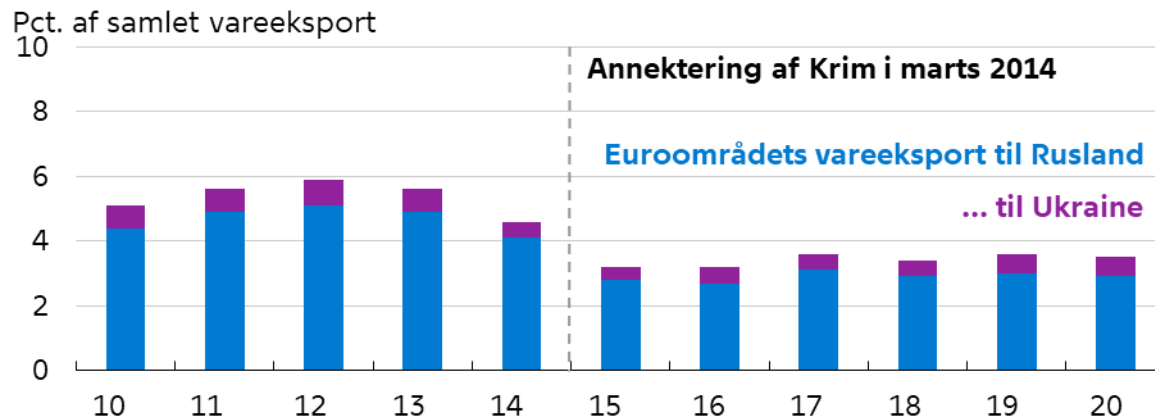
## Krigen kan øge inflationen yderligere i euroområdet



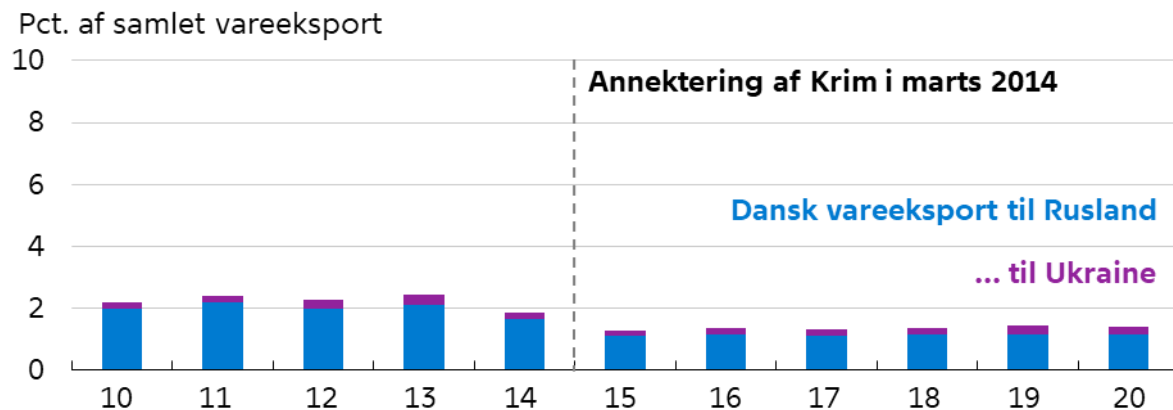
Kilde: ECB.

# Eksporsten til Rusland er begrænset, men Europas eksponering mod russisk gas er stor

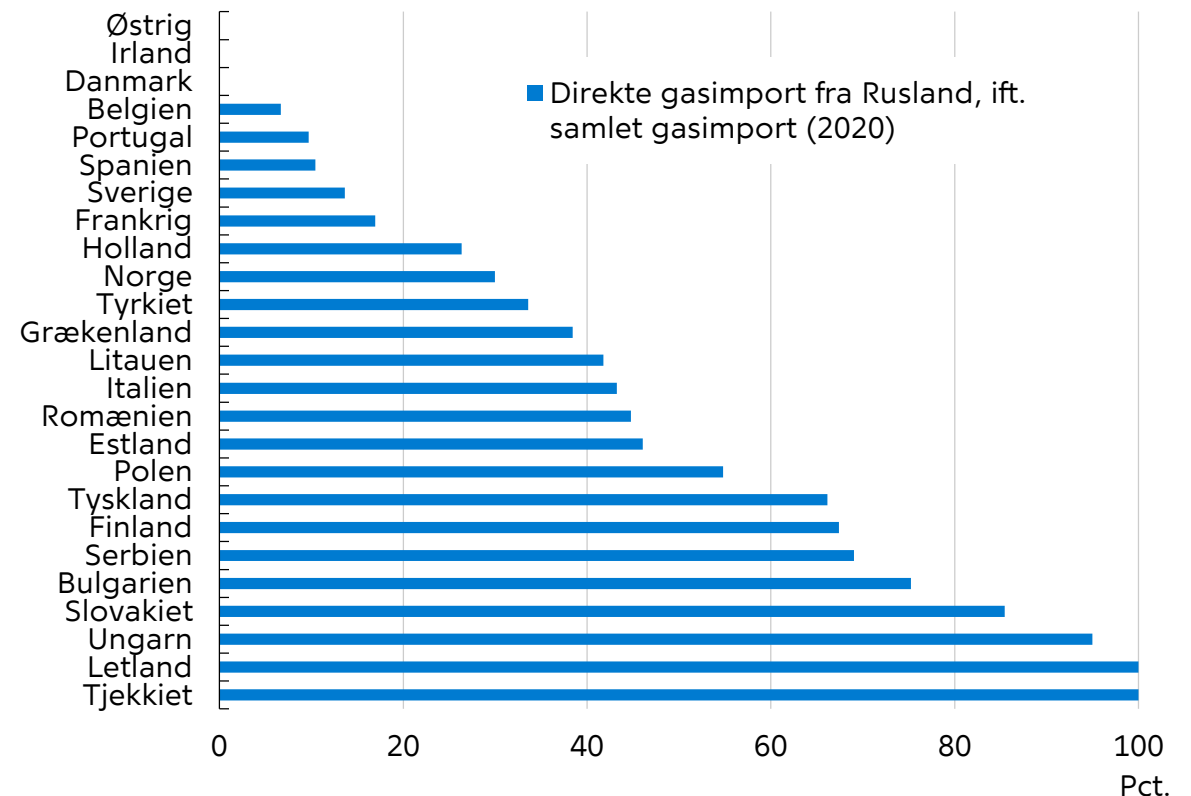
## Euroområdet eksport til Rusland/Ukraine er begrænset...



## ... og Danmarks eksport til Rusland-Ukraine er endnu lavere



## Mange europæiske lande anvender russisk gas i vid udstrækning



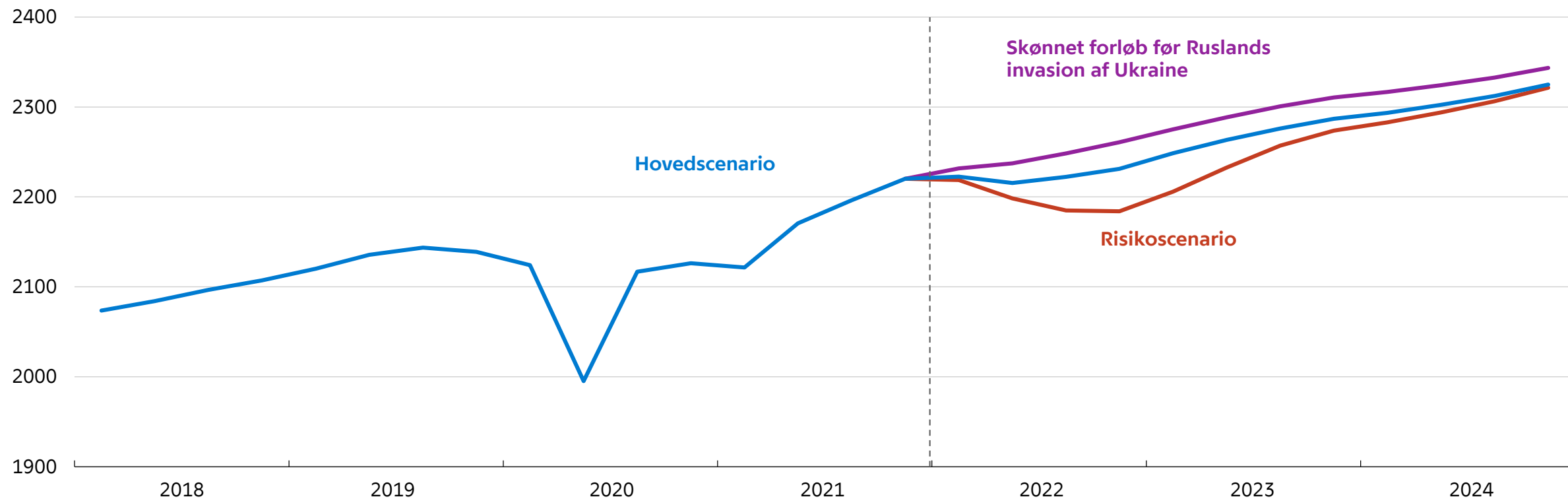
Kilde: Danmarks Statistik og Eurostat.



# Krigen i Ukraine betyder lavere vækst i Danmark

## Ruslands invasion af Ukraine svækker BNP-væksten i Danmark

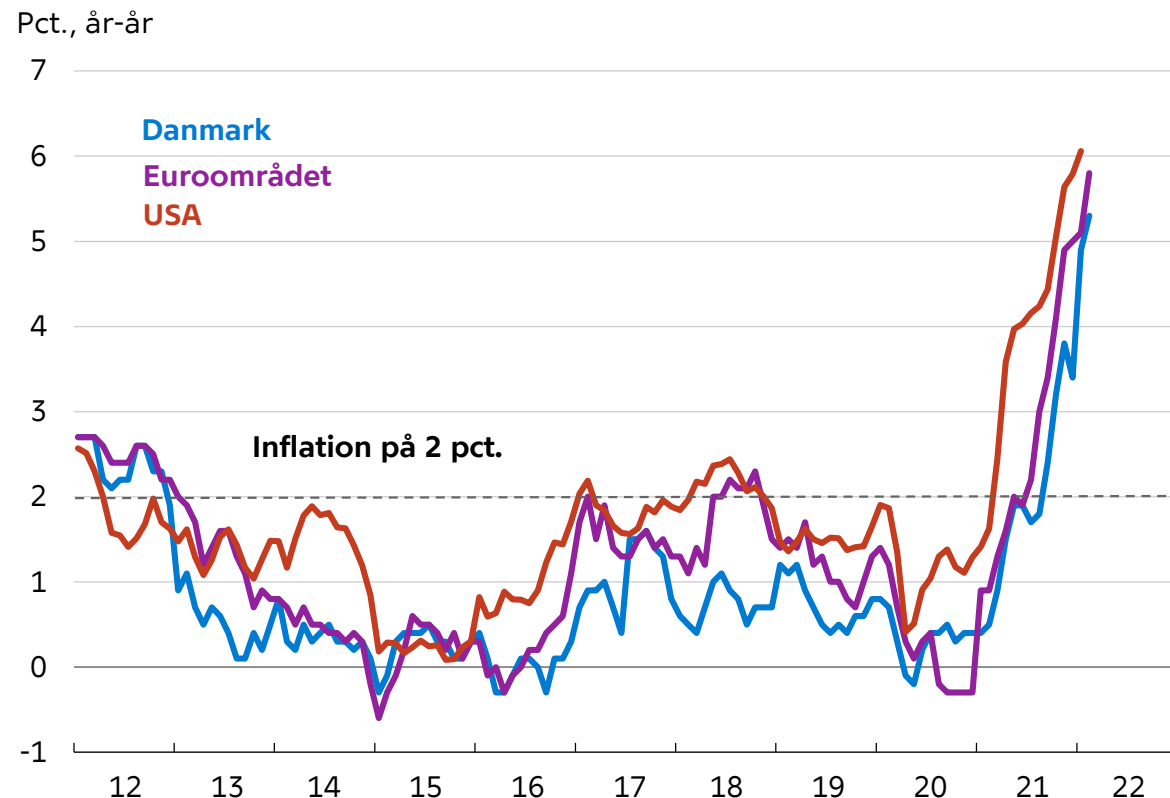
Mia. 2010-kr.



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

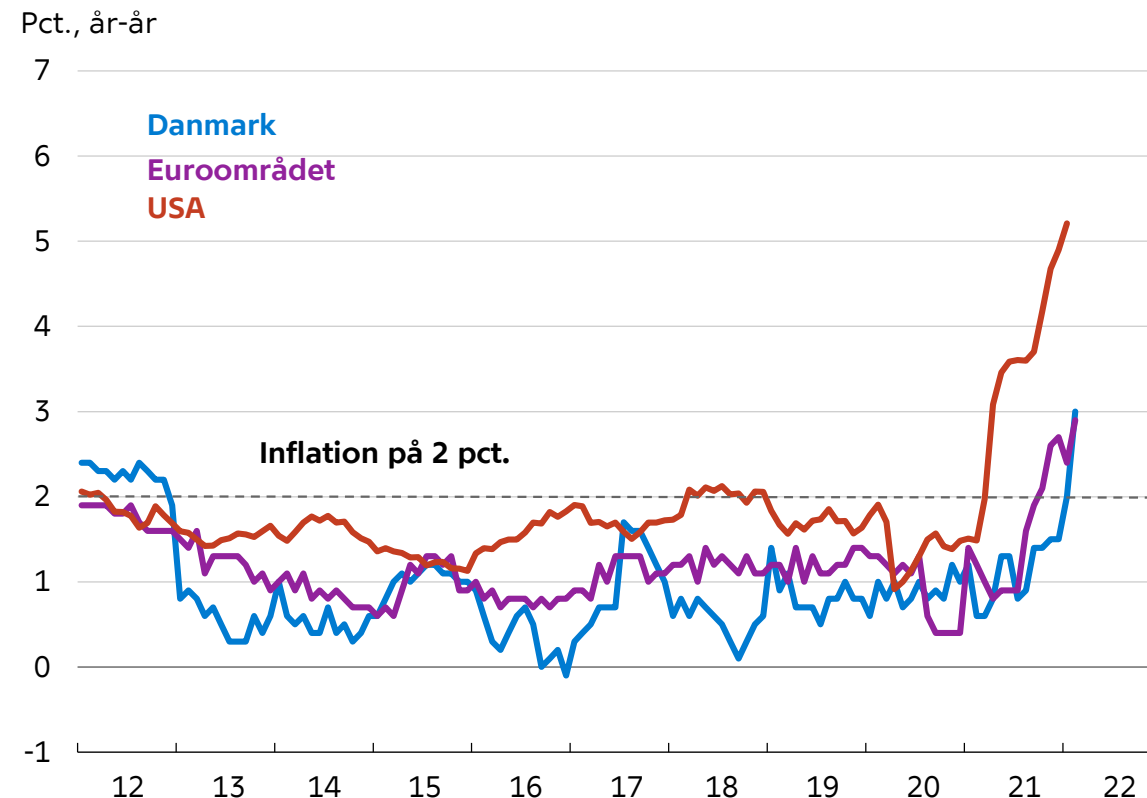
# Inflationen var høj allerede inden krigen i Ukraine

## Inflation er steget til et højt niveau i mange lande



Note: HICP-inflation for Danmark og Euroområdet. PCE-inflation for USA.  
Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik.

## Kerneinflationen er noget højere i USA end i euroområdet og Danmark

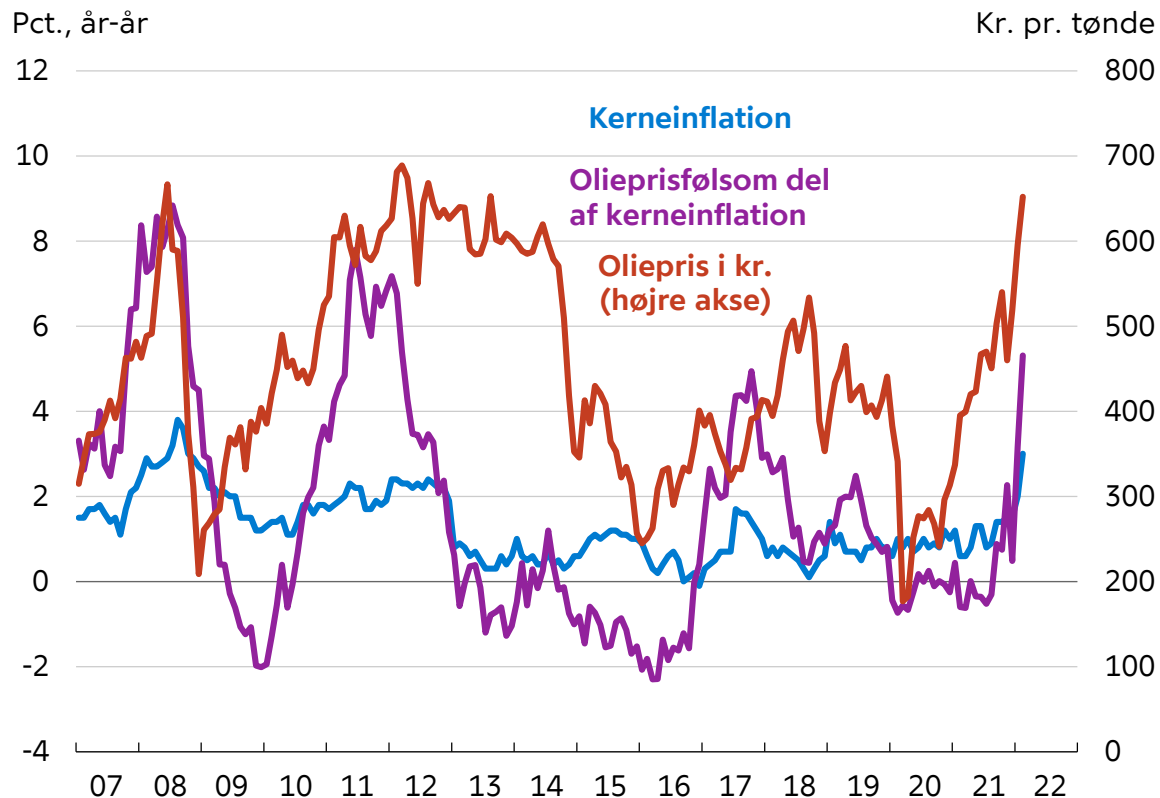


Note: HICP-inflation ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer for Danmark og euroområdet.  
PCE-inflation ekskl. energi og fødevarer for USA  
Kilde: Macrobond og Danmarks Statistik.



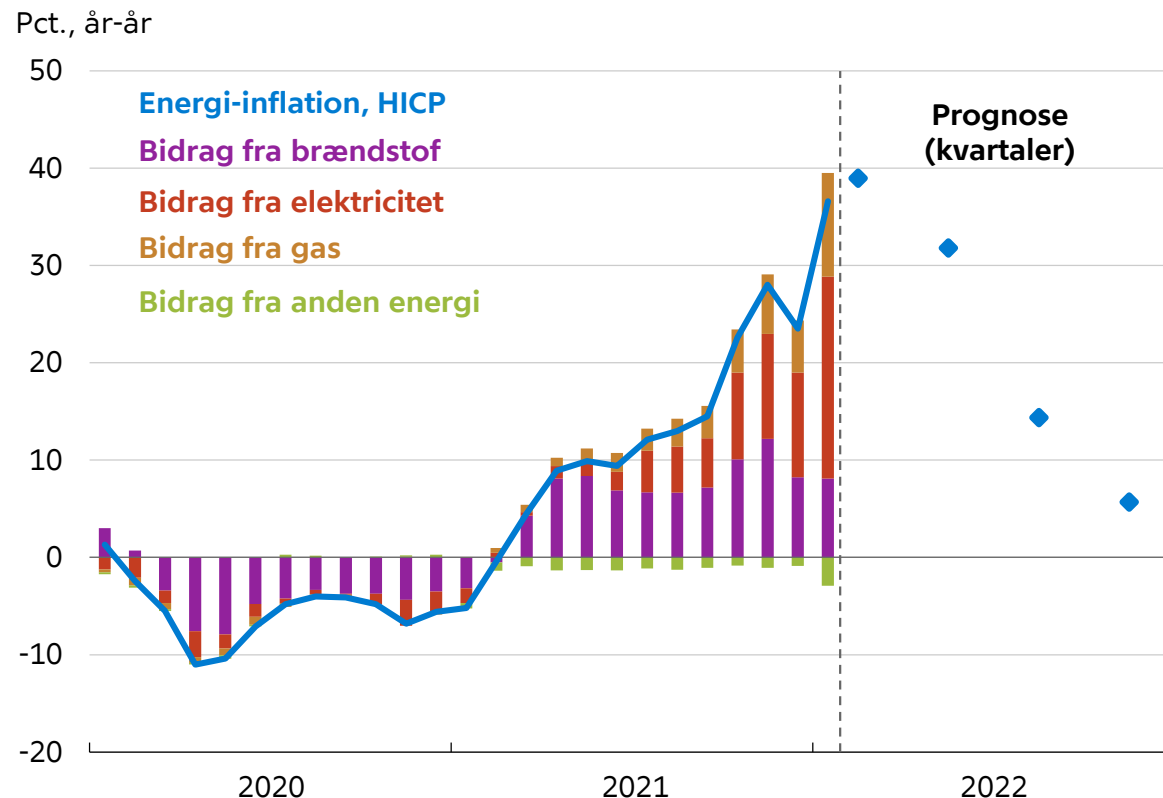
# Energiprisstigninger trækker inflationen kraftigt op

Høje energipriser øger indirekte forbrugerpriserne i Danmark



Note: Olieprisfølsomme del af kerneinflation består af priser, som påvirkes af udsving i olieprisen  
Kilde: Macrobond, egne beregninger og Anne Ulstrup Mortensen og Jonas Staghøj (2015).

Energipriser vil øge energiinflationen i Danmark i de kommende måneder, men dæmpe den senere i 2022.

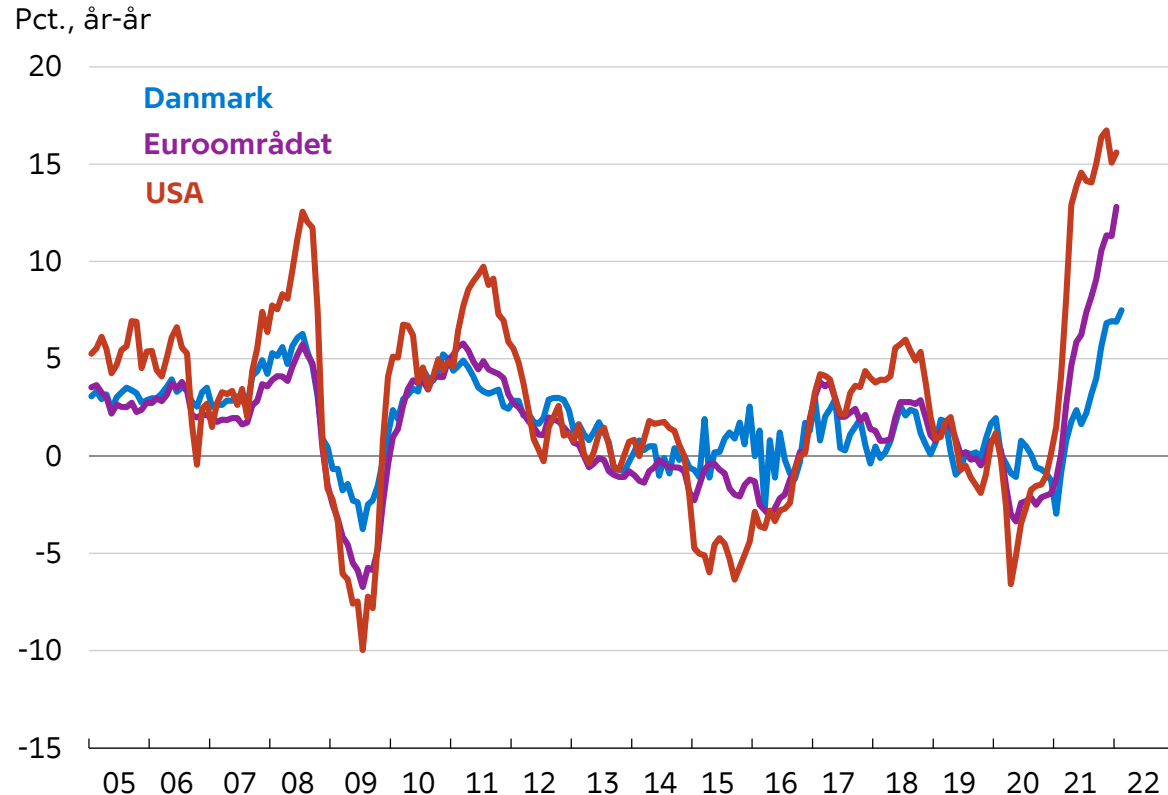


Note: Figuren viser energipriserne i HICP-indekset på månedsfrekvens og Nationalbankens prognose for energipriser på kvartalsfrekvens.  
Kilde: Macrobond og egne beregninger.



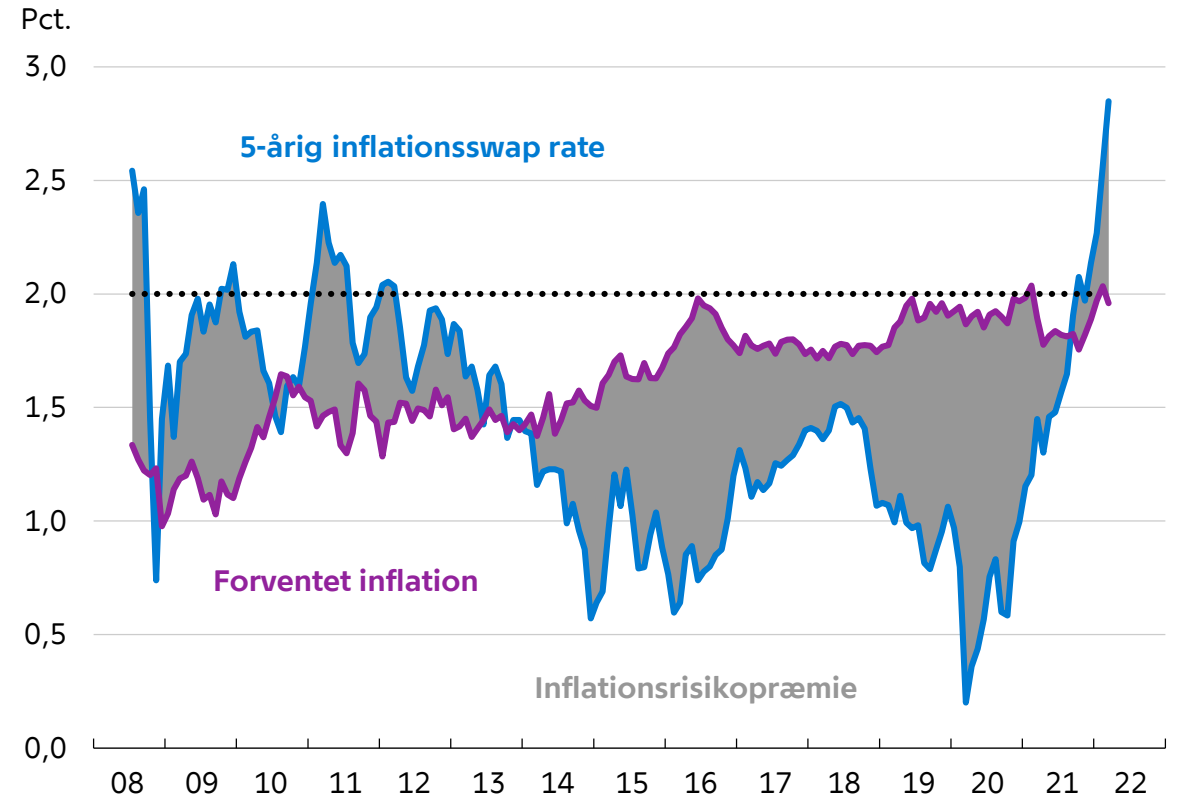
# Høje producentpriser vil blive væltet over på forbrugere, mens inflationsforventninger i euroområdet er tæt på målsætning

## Producentpriser peger på kraftigt pres tidligt i prissætningskæden



Note: Producentpriser i industrien, samlet produktion til både hjemmemarked og eksportmarked.  
Note: Macrobond og Danmarks Statistik.

## Inflationsforventninger tæt på målsætning på mellemlang sigt.



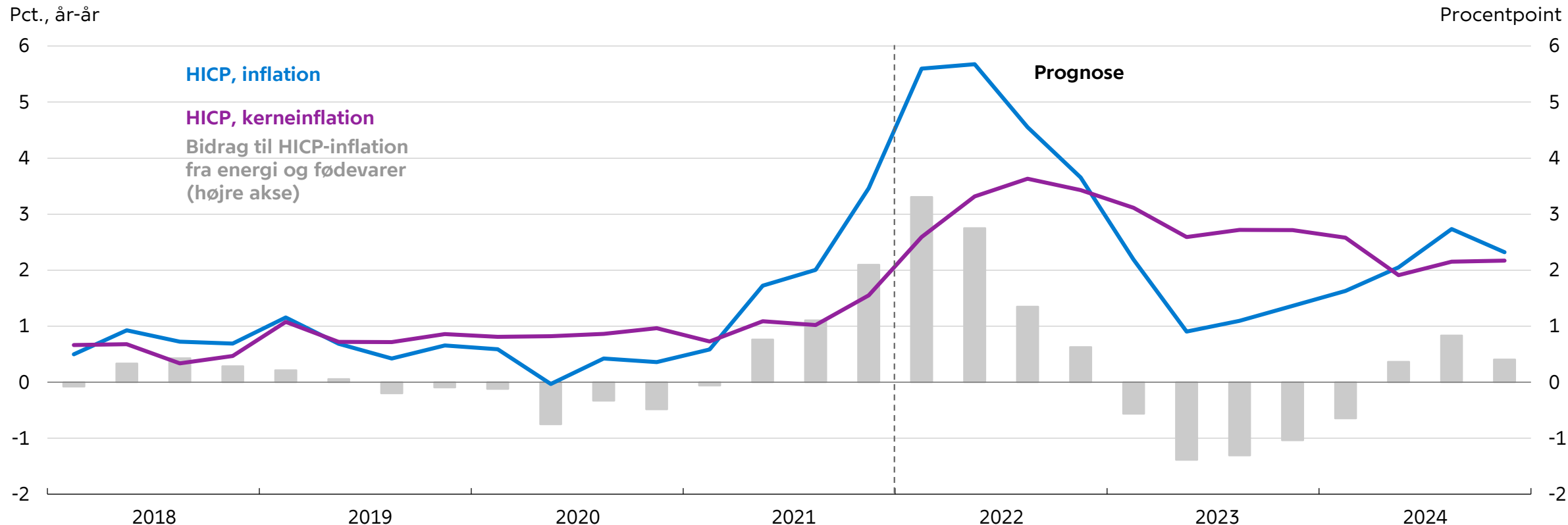
Note: Inflationsrisikopræmien er et udtryk for risikoen forbundet med den forventede inflation. Markedsbaserede inflationskompensationer baseret på inflationsswaps dekomponeret i forventet inflation og en inflationsrisikopræmie. Sidste datapunkt er d. 10. marts 2022.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.



# Høj inflation i år men udsigt til lavere inflation de følgende år

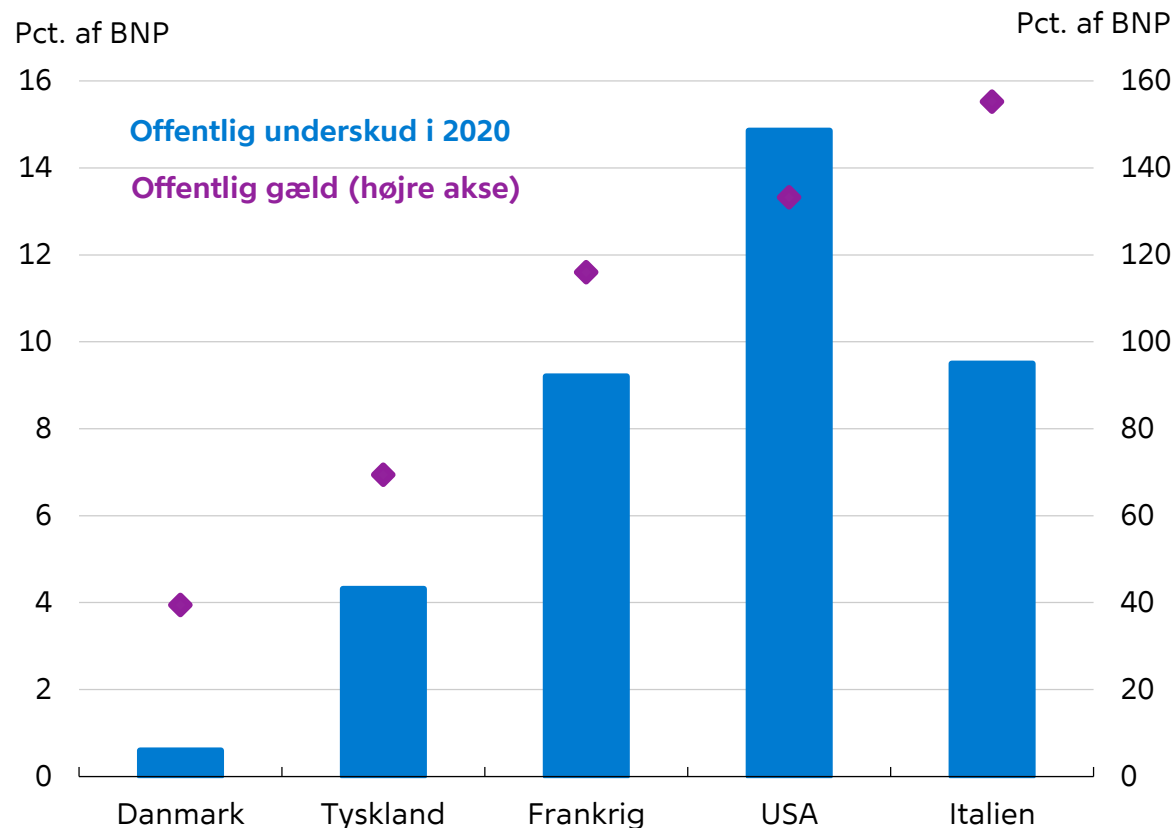
Kerneinflationen i Danmark vil forblive højere end i årene før pandemien



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

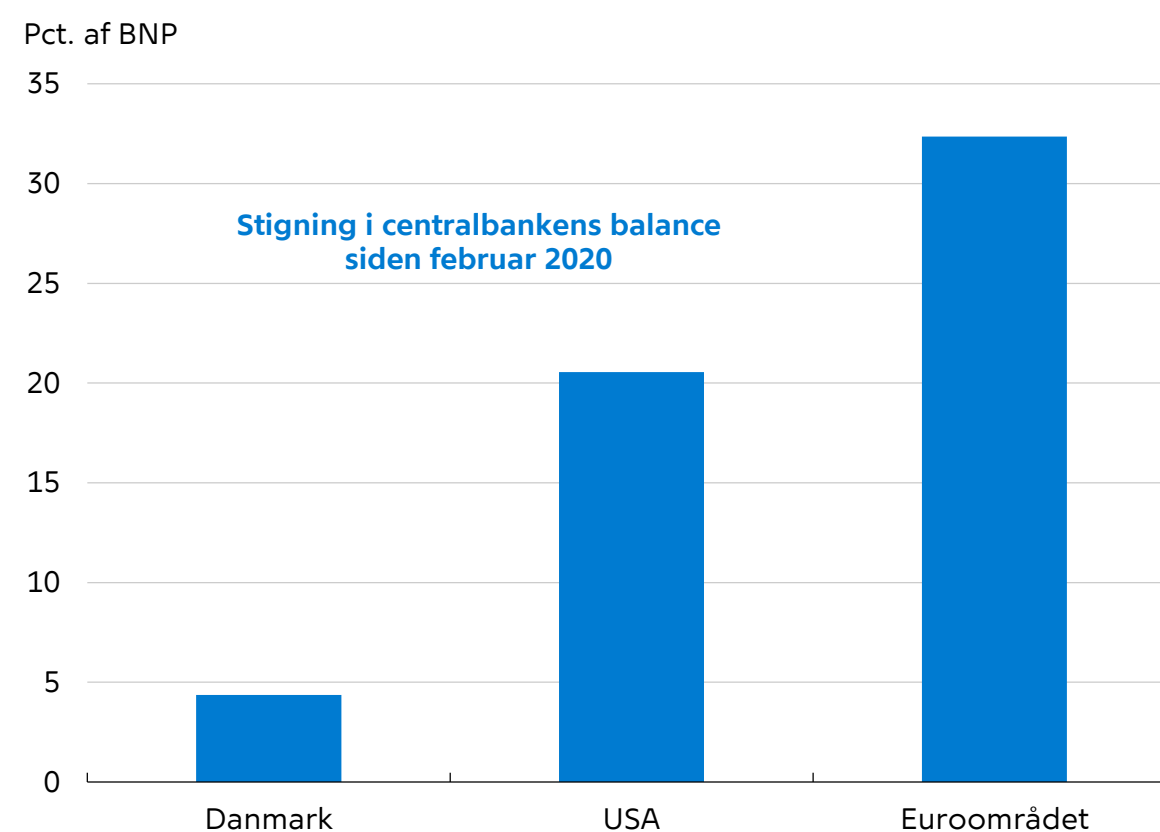
# Store finans- og pengepolitiske stimuli under pandemien

## Høj offentlig gæld efter pandemien i nogle lande



Note: Offentlig brutto gældskvote i 3. kv. 2021. For USA viser figuren IMF's prognose for 2021.  
Kilde: Macrobond, Eurostat og IMF

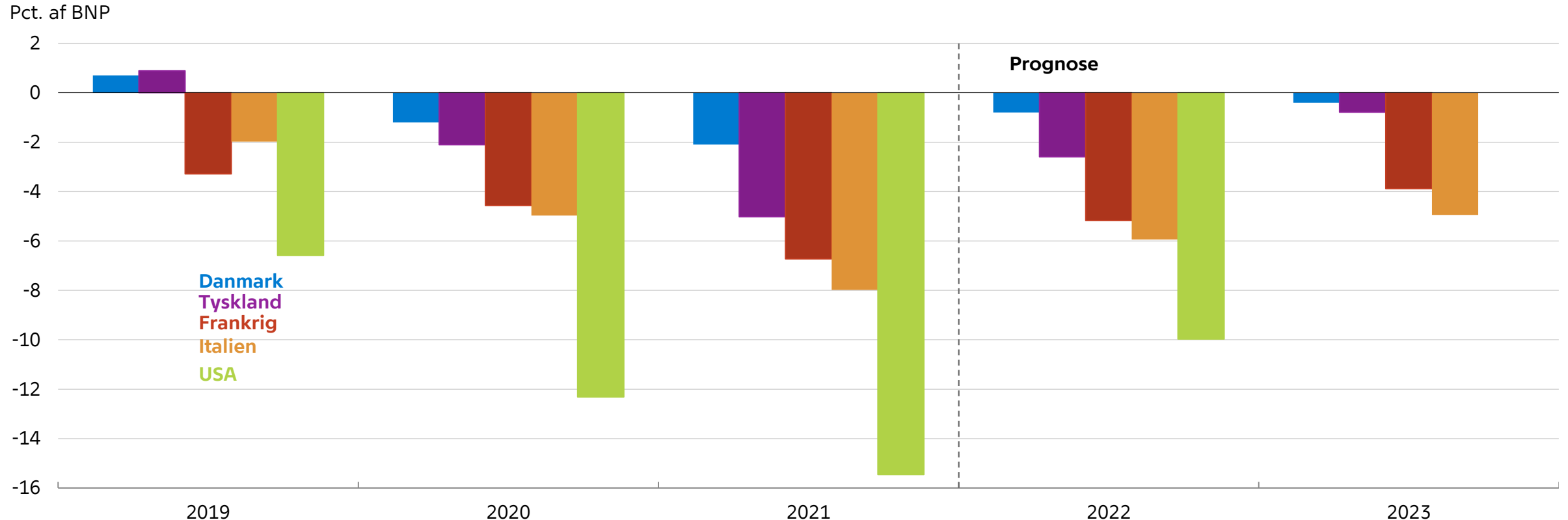
## ECB og Fed har øget deres balancer markant under corona



Note: Stigningen i centralbankernes balance er målt relativt til IMF's skøn for BNP i 2021.  
Kilde: Macrobond.

# Der er udsigt til strammere finanspolitik i USA, men i Europa er der lagt op til tiltag i kølvandet på krigen i Ukraine

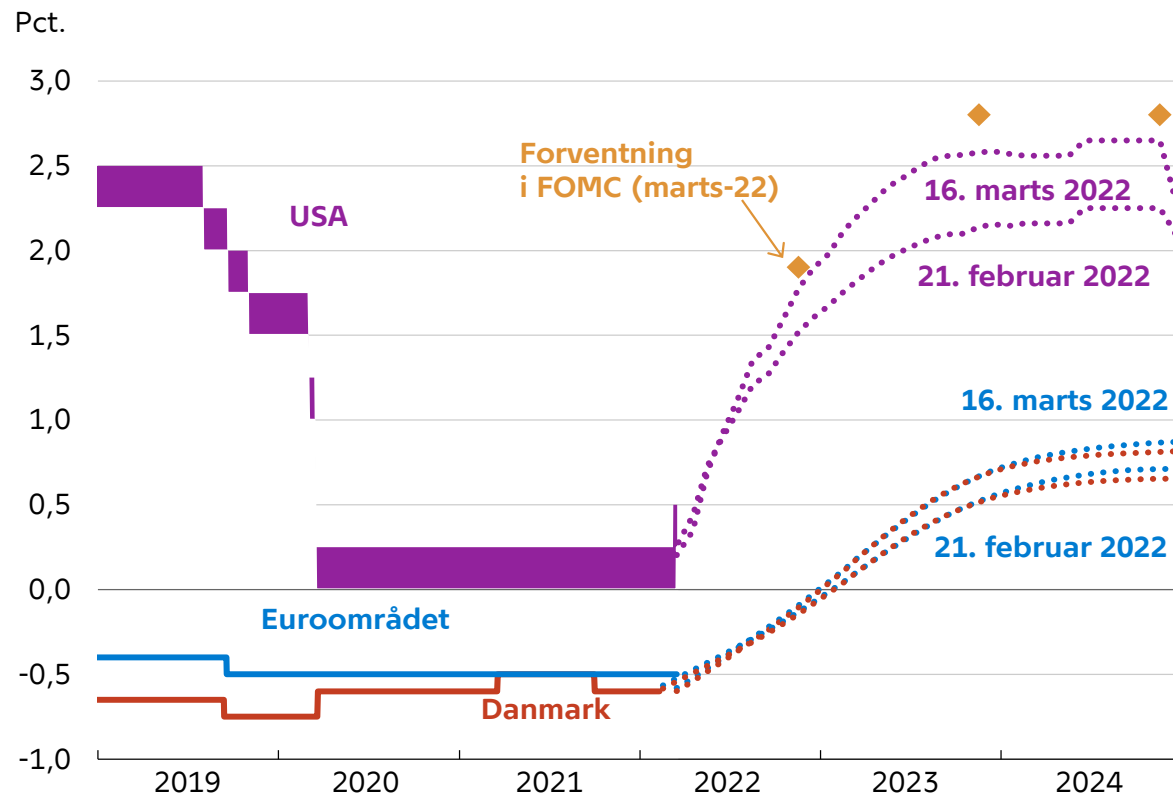
Der var udsigt til strammere finanspolitik i de kommende år, men i EU kan nye udgiftspolitiske prioriteringer i lyset af krigen i Ukraine udfordre dette



Note: Strukturel saldo for Danmark er fra Finansministeriet og inkl. covid-19-relaterede forhold og en skønnet effekt fra nye forsvarsudgifter. For Tyskland, Frankrig og Italien vises Europa-Kommissionens strukturelle saldo og for USA bruges OECDs opgørelse. Kilde: Macrobond, Finansministeriet, Europa-Kommissionen, OECD og egne beregninger.

# Høj inflation giver udsigt til strammere pengepolitik

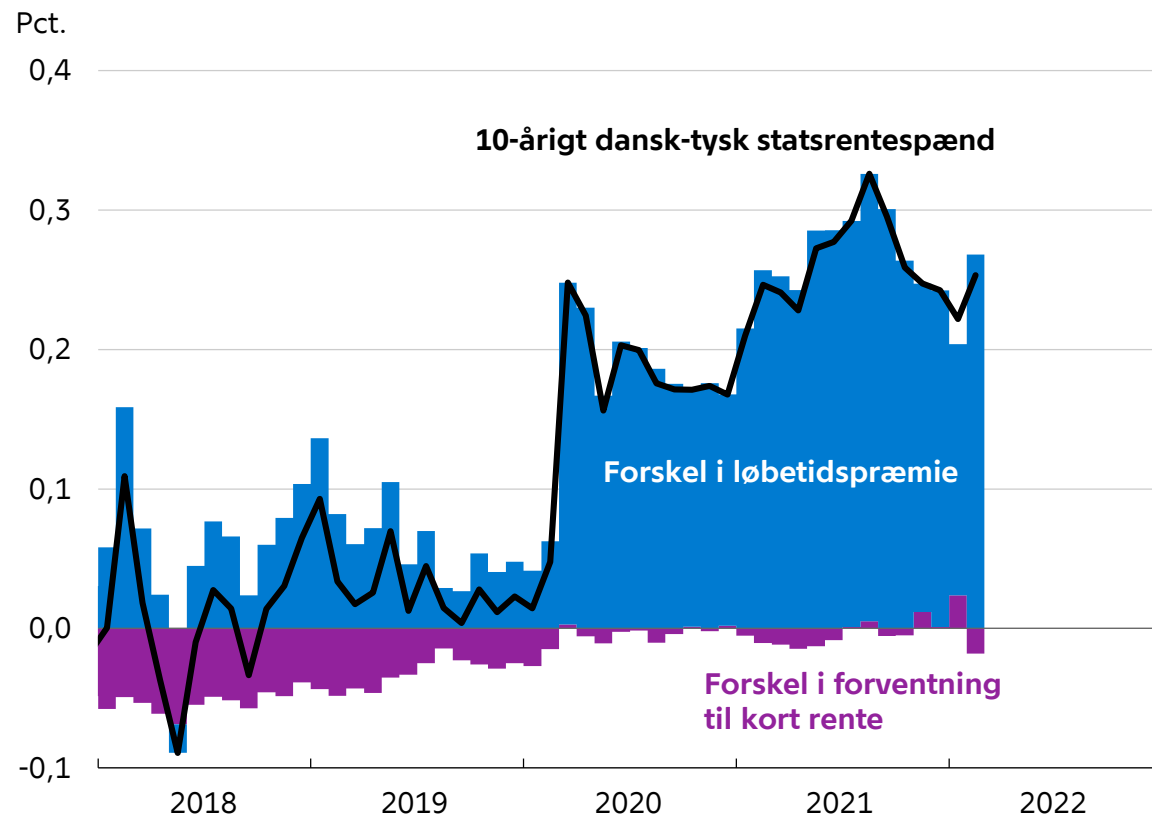
## Forventning om mange renteforhøjelser fra Federal Reserve i 2022



Note: Forventninger til Federal funds rate fra FOMC-mødet i december 2021. Stiplede linjer angiver markedsimplet forventninger til pengemarkedsrenter i euroområdet og i USA. Rusland erklærer Lugansk og Donetsk uafhængige d. 21. februar.

Kilde: Macrobond, Thomson Reuters, Scanrate Rio og Danmarks Nationalbank.

## Udvidet statsrentespænd skyldes højere dansk løbetidspræmie



Note: Statsspændet er dekomponeret vha. to rentemodeller for hhv. danske og tyske obligationer. Renterne er estimerede 10-årige nulcouponrenter. Sidste datapunkt er 28. februar 2022.

Kilde: Danmarks Nationalbank.



# Referencer

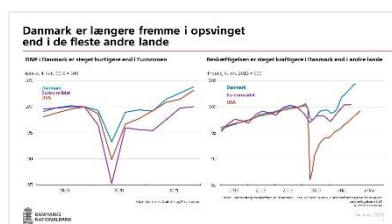
---

- Achord, Samuel mfl. (2021), Domestic bond portfolio adjustments during duration jumps, Danmarks Nationalbank Economic Memo nr. 10, December 2021.
- Bess, Mikkel og Saman Darougheh (2021), Three lessons from the Danish wage compensation schemes, Danmarks Nationalbank Economic Memo nr. 5, august 2021.
- Bess, Mikkel mfl. (2020), Uncertainty and the real economy: Evidence from Denmark, Danmarks Nationalbank Working Paper nr. 165, november 2020
- Borgensgaard, Pernille (2022), Job Retention during the Covid-19 Pandemic, Danmarks Nationalbank Working Paper nr. 186, januar 2022
- Danmarks Nationalbank (2022a), Udsigter for dansk økonomi, Krig i Ukraine dæmper væksten og øger priserne, marts 2022.
- Danmarks Nationalbank (2022b), Monetære og finansielle tendenser, Stigende inflation og russisk invasion har øget volatiliteten, Marts 2022.
- Mortensen, Anne Ulstrup og Jonas Staghøj (2015), Faldende olie- og forbrugerpriser, Danmarks Nationalbank, Kvartalsoversigt, 1. kvartal 2015.
- Pizzinelli, Carlo og Ippei Shibata (2022), Has Covid-19 Induced Labour Market Mismatch? Evidence from the US and the UK, IMF Working Paper WP/22/5
- Rohde, Lars (2021), Overcoming the challenges of the pandemic: perspectives from Denmark, tale ved distinguished speakers seminar, European economics and financial centre, 23. November 2021.
- Schnabel, Isabel (2020), The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives, ECB tale, September 2020.

# TALENOTER TIL VICEDIREKTØR THOMAS HARR'S TALE VED FINANSFORENINGENS NYTÅRSMIDDAG, 17 MARTS 2022

## DET TALTE ORD GÆLDER

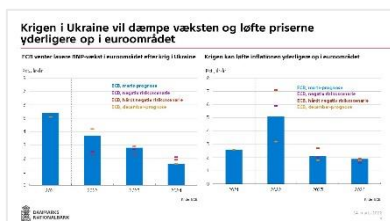
- Tak for at invitere mig til at holde et indlæg ved Finansforeningens nytårsmiddag.
- Jeg vil fokusere på udsigterne for vækst, inflation og økonomisk politik i lyset af Ruslands invasion af Ukraine.
- Krigen i Ukraine har først og fremmest tragiske menneskelige omkostninger. Den har også økonomiske konsekvenser i form af lavere vækst og højere inflation globalt og i Danmark. Det vil jeg tale om.
- Jeg afrunder med et par budskaber om økonomisk politik på vej ud af pandemien og i lyset af Ruslands invasion af Ukraine.



### Slide 2:

- Danmark er et af de udviklede lande, der har klaret sig bedst igennem corona-pandemien.
- En effektiv politikrespons, stærke balancer og en høj grad af digitalisering er blandt grundende til, at dansk økonomi har klaret sig så godt, se Rohde (2021).
- I 4. kvartal 2021 var BNP i Danmark knap 4 pct. højere end før pandemien, mens det i USA var ca. 3 pct. højere, og i euroområdet omtrent tilbage på udgangspunktet, se figur til venstre.

- Det er især det private forbrug, som har udviklet sig stærkere i Danmark end i euroområdet, hvilket bl.a. skyldes udbetalingen af indefrosne feriepenge.
- Samtidig har beskæftigelsesvæksten været kraftigere i Danmark end i USA og euroområdet. Beskæftigelsen i Danmark er godt 4 pct. højere end før pandemien. I euroområdet er beskæftigelsen omtrent tilbage på niveauet før pandemien, mens den fortsat er knap 1 pct. lavere i USA, se figur til højre.
  - Stigningen i arbejdsstyrken - bl.a. som følge af forhøjelsen af pensionsalderen - har understøttet beskæftigelsen i Danmark, og der er også tegn på, at lønkompensationsordningerne i Danmark har fastholdt folks tilknytning til arbejdsmarkedet, se Bess og Darougheh (2021) og Borgensgaard (2022).
  - Situationen er anderledes i USA, hvor folk tæt på pensionsalderen forlod arbejdsmarkedet i kølvandet på pandemien (Pizzinelli og Shibata, 2022). Der er dog tegn på, at erhvervsdeltagelsen er ved at stige i USA.
- Endelig lukkede Danmark heller ikke ned for industrien og byggeri i starten af krisen i modsætning til flere lande i Sydeuropa.
- Der er således tegn på, at efterspørgslen har været stærkere i Danmark end i euroområdet, men også at udbuddet har været højere i form af kraftigere tilgang til arbejdsstyrken og opretholdelse af produktionsapparatet.

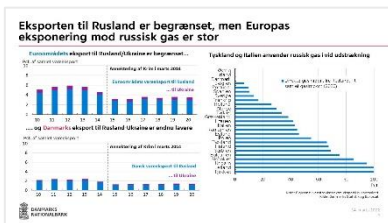


### Slide 3:

- Sådan så det ud inden Ruslands invasion af Ukraine.
- Vi forventer, at krigen i Ukraine vil have en væsentlig negativ påvirkning på global og især europæisk økonomi.
- Først og fremmest fører krigen og de efterfølgende sanktioner til et lavere udbud af energi og andre råvarer. Det slår ud i markante prisstigninger på eksempelvis energi, fødevarer og metaller.
- De store prisstigninger og øget usikkerhed om krigens videre forløb vil sætte sig i lavere forbrugs- og investeringslyst.
- Det vil dæmpe aktiviteten i verdensøkonomien og føre til en nedgang i den globale handel.
- Det vil delvis blive modsvaret af finanspolitiske tiltag rettet mod investeringer i energiomstilling og militær oprustning især i de

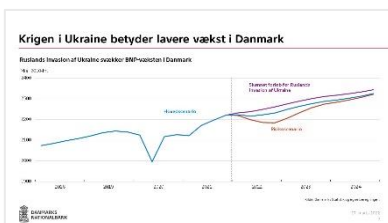
europæiske lande, der også vil blive påvirket af flygtningestrømme fra Ukraine.

- I sidste uge offentliggjorde ECB en række mulige scenarier for BNP-væksten og inflationen i euroområdet som følge af usikkerheden knyttet til krigen i Ukraine, se begge figurer.
  - Scenarierne adskiller sig ved at have forskellige forudsætninger om bl.a. energipriser, sanktioner, pres på forsyningskæder og omfanget af negative tillidseffekter.



#### Slide 4:

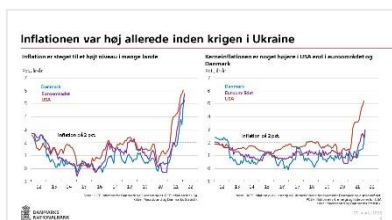
- Den direkte effekt af krigen i form af lavere samhandel med Rusland er begrænset, da euroområdet og Danmarks samhandel med Rusland er faldet efter Ruslands annektering af Krim i 2014, se figurer til venstre.
- I stedet viser effekten sig igennem priserne på energi, fødevarer og andre råstoffer og for Europas tilfælde især importen af gas.
- Rusland står for ca. 11 pct. af verdens olieproduktion.
- USA's og Englands forbud mod import af energi fra Rusland og EU's ambition om at udfase afhængigheden af russisk energiforsyning påvirker udbuddet af energi til resten af verden og derved priserne.
- EU er særlig eksponeret overfor russisk gas, som står for ca. 40 pct. af den samlede import af gas.
  - Udover Østeuropa anvender eksempelvis Tyskland og Italien i høj grad russisk gas, se figur til højre.
  - I år er Danmark mere afhængig af tysk gasforsyning, men da en stor del af den tyske gas importeres fra Rusland, er Danmark således eksponeret overfor russisk gasforsyning.
- Ydermere stammer over en fjerdedel af verdenshandlen med f.eks. hvede fra Ukraine og Rusland.





## Slide 5:

- Vi forventer, at væksten i Danmark vil blive trukket ned med ca. 1 procentpoint til 2,1 pct. som følge af krigen i Ukraine Danmarks Nationalbank (2022a).
  - Vi skønner, at væksten på vores eksportmarkeder vil blive trukket ned med 2 procentpoint i år til 3,8 pct.<sup>1</sup>
  - Vi forudsætter at øget usikkerhed blandt virksomheder og husholdninger lægger en dæmper på investerings- og forbrugslysten.<sup>2</sup>
  - I prognosen undlader vi sandsynlige tiltag på europæisk plan herunder målrettet energiomstilling, som vil stimulere efterspørgslen, da der endnu ikke foreligger en konkret aftale.
- Vi har også udarbejdet et risikoscenarie, hvor Ruslands eksport af olie og gas til Danmark og resten af verden ophører. I et sådant scenarie skønner vi, at inflationen vil stige til knap 9% og væksten vil falde til knap 1%.
  - Vi antager at i dette scenarie vil olieprisen stige til 148 dollar per tønde i 2022 for derefter at falde til 125 dollar per tønde i 2023 og 95 dollar per tønde i 2024.<sup>3</sup> Vi forudsætter en delvis tilsvarende stigning for gas- og elpriserne.
  - Vi skønner, væksten på vores eksportmarkeder vil blive trukket ned med yderligere 2 procentpoint i år til 1.8 pct.
  - Vi forudsætter at endnu højere usikkerhed vil ligge en større dæmper på forbrugs- og investeringslysten.<sup>4</sup>



## Slide 6:

<sup>1</sup> Eksportmarkedsvæksten er et udtryk for, hvor meget markedet for dansk eksport vokser, opgjort som den sammenvejede importvækst på de danske eksportmarkeder.

<sup>2</sup> Vi estimerer effekterne på det private forbrug og erhvervsinvesteringer på baggrund af en strukturel VAR-model, hvor Nationalbanken og Børsens usikkerhedsindeks indgår, se Bess mfl. (2020). Konkret antager vi, at øget usikkerhed påvirker forbrug og investeringer med halvdelen af den skønnede effekt fra terrorangrebet på World Trade Center den 11. september 2001.

<sup>3</sup> Den antagede olieprisstigning er bla. kalibreret ud fra kørsler på Den Internationale Valutafonds model Global Integrated Monetary and Fiscal Model og ud fra sandsynlighedsfordelingen udledt af optionspriser på olie. En tilsvarende stigning forudsættes for gaspriserne, mens et mindre gennemslag forudsættes for elpriserne.

<sup>4</sup> Vi antager at øget usikkerhed påvirker forbrug og investeringer med en effekt svarende til den skønnede effekt fra terrorangrebet på World Trade Center den 11. september 2001.

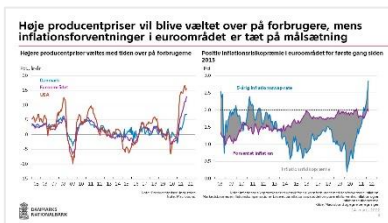
- Nu til inflation. Forbrugerpriserne er steget kraftigt i både USA, euroområdet og Danmark, men det underliggende prispres er væsentligt højere i USA end i euroområdet og Danmark.
- Det afspejler bl.a. at vareinflationen er højere i USA end i euroområdet og Danmark. Vareinflationen er dog taget til i euroområdet og Danmark i de seneste måneder. I Danmarks tilfælde afspejler stigningen i vareinflationen bl.a., at fremgangen i det private forbrug har været omtrent lige så kraftig som i USA og væsentligt højere end i euroområdet.
- Forbrugerprisstigningerne inden for tjenesteydelser er stadig væsentligt større i USA, bl.a. fordi store lønstigninger har øget omkostningerne.
- Samlet set er den underliggende inflation i USA både højere og i større omfang knyttet til et stramt arbejdsmarked med store lønstigninger end i euroområdet og Danmark. Dette kan formentlig bl.a. forklares ved forskelle i udviklingen i arbejdsstyrken i USA, euroområdet og Danmark under krisen, jævnfør slide 2.



## Slide 7:

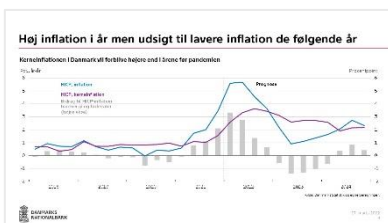
- Der er tegn på et indirekte gennemslag på danske forbrugerpriser fra de høje energipriser. F.eks. er de olieprisfølsomme dele af kerneinflationen steget mere end kerneinflationen i februar, se figur til venstre.
  - En beregning baseret på input-output tabeller indikerer, at en permanent stigning i olieprisen på 50 pct. på langt sigt, dvs. i ligevægt, øger forbrugerpriserne med 1,2 pct., hvoraf 0,7 procentpoint kan henføres til indirekte prisenefter fra brug af energi i produktionen.
  - Tilsvarende peger beregningen på, at en permanent stigning i gasprisen på 50 pct. øger forbrugerpriserne med 0,15 pct. på sigt, hvoraf omtrent en tredjedel er indirekte effekter, Mortensen og Staghøj (2015).
- De danske forbrugerpriser på energi er steget mere end i euroområdet især på gas og elektricitet. Det taler for, at gennemslaget fra højere råvarepriser til forbrugerpriserne er sket hurtigere i Danmark end i euroområdet, bl.a. fordi priserne i en stor del af kontrakterne på elektricitet tilpasses hurtigt.
- De kraftige stigninger i energipriserne i forlængelse af krigen i Ukraine vil øge inflationen i energipriserne i HICP-indekset i

euroområdet og Danmark de kommende måneder, men den direkte effekt vil aftage i løbet af året pga. basiseffekter, se figur til højre.



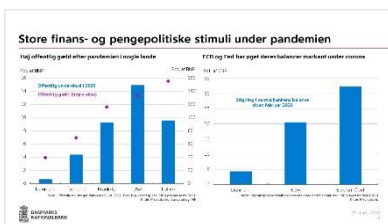
## Slide 8:

- Der er et kraftigt pres på både de tidlige og senere dele af pris-sætningskæden bl.a. fordi stigende råvarepriser har øget virksomhedernes omkostninger i især USA og euroområdet men også i Danmark
- De højere producentpriser herhjemme og i udlandet vil med tiden blive væltet over på forbrugerpriserne og især varepriserne.
- Modelberegninger peger på, at pres på globale forsyningskæder ved udgangen af 2021 har øget vareinflationen i både Danmark og udlandet. Hvis Ruslands invasion af Ukraine fører til flere forstyrrelser af handel og produktion eller mangel på energi, metaller og fødevarer, kan denne effekt på forbrugerpriserne være ved i noget tid endnu.
- Markedsforventningerne til den fremtidige inflation på mellem- langt sigt er steget i euroområdet i kølvandet på krigen i Ukraine og ligger på nuværende tidspunkt tæt på ECB's mellemfristede målsætning på 2 pct., jf. figur til højre.
  - Siden 2013 har den 5-årige inflationsrisikopræmie i euroområdet generelt været negativ. Det betyder, at markedsdeltagerne har tillagt den mellemsigtede fremtidige inflation nedadrettede risici i denne periode.
  - Inflationsrisikopræmien er steget betydeligt i løbet af 2021 og er nu positiv for første gang siden 2013, men den forventede inflation er stadig tæt på 2%. Markedsdeltagernes forventninger er i tråd med udviklingen i de spørgeskema-baserede inflationsforventninger for euroområdet.



## Slide 9:

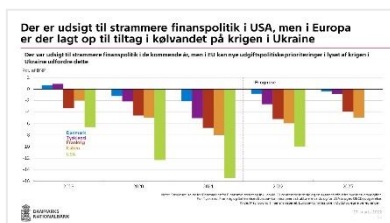
- Vi forventer, at inflationen i de kommende år i højere grad vil blive drevet af det stramme arbejdsmarked, tiltagende lønstigninger og højere kerneinflation.
- Vi forventer højere lønstigninger herhjemme som følge af et arbejdsmarked, der er strammet til. Udsigter til højere faktisk og forventet inflation kan også forøge lønstigningerne.
- Vi forudser at inflationen i år vil stige til 4,9 pct. i 2022 på grund af bl.a. de store prisstigninger på energi, se figur. Næste år venter vi at inflationen falder til 1,4 pct., fordi energipriserne med udgangspunkt i markedsforsventningerne til fremtidige priser på olie, gas og elektricitet forudsættes at trække forbrugerprisstigningerne ned.
- Vi skønner at kerneinflationen i Danmark stiger til lidt over 3 pct. i 2022. Det afspejler, at virksomhedernes omkostninger til højere råvarepriser og lønstigninger gradvist forventes at blive væltet over på forbrugerpriserne. De følgende år vil kerneinflationen falde gradvist til lidt over 2,5 pct. i 2023 og lidt over 2 pct. i 2024 efterhånden som lavere energi- og råvarepriser dæmper presset på virksomhedernes omkostninger.
- Samlet set forventer vi, at inflationen også i 2023-2024 vil være væsentligt højere end i årene inden pandemien.



## Slide 10:

- Til sidst vil jeg give et par budskaber om økonomisk politik. Den finans- og pengepolitiske respons under pandemien har været ekstraordinær stor.
- Chokkets natur samt lærdommen fra den globale finanskris og den europæiske gældskrise har understøttet den kraftige politikrespons.
- Den finanspolitiske stimulans har været meget markant i USA i forhold til euroområdet og Danmark, selv hvis man tager højde for forskellen i automatiske stabilisatorer.
- Med en negativ pengepolitisk rente i euroområdet og en lav rente i USA fokuserede ECB og Fed på at ekspandere deres balance for at bevare lempelige finansieringsforhold for staten, virksomheder og husholdninger.
- I Danmark har der ikke været behov for nye instrumenter for at sikre en stabil kronekurs overfor euroen.

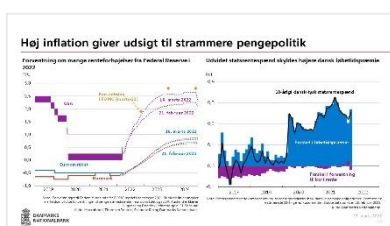
- Nogle observatører har påpeget, at eftervirkningerne af den globale finanskrise og senest covid-19-pandemien risikerer at underminere modellen med pengepolitisk dominans i euroområdet og globalt pga. meget høje gælds niveauer.
- Finanspolitikken har naturligt spillet en central rolle under covid-19-krisen, da forskellige sektorer og dele af økonomien er blevet ramt forskelligt, og her er finanspolitik mere anvendelig end pengepolitik.
- Men der er ikke noget bevis for, at stor offentlig gæld i medlemslandene har påvirket ECB's reaktionsfunktion, se Schnabel (2020).
- I forlængelse af ECB's pengepolitiske strategi er de længerevarende inflationsforventninger i euroområdet forankret tæt på målsætningen på 2 pct., hvilket er en indikation af, at de finansielle markeder ikke forventer, at ECB vil inflatere den offentlige gæld.



## Slide 11:

- I USA vil finanspolitikken understøtte efterspørgslen mindre i år end i 2021, bl.a. fordi udbetalingen af stimuli-checks til husholdningerne fra American Rescue Plan falder bort.
- I euroområdet er der ifølge Europa-Kommissionen udsigt til en finanspolitisk lempelse på 1 pct. af BNP i 2022 i forhold til 2021, når den finanspolitiske stilling opgøres inklusivt midlerne fra EU's genopretningsfond.
- I Europa er der i kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine lagt op til tiltag rettet mod energiomstilling og styrkelse af forsvaret mv.
- I Danmark har Ruslands invasion af Ukraine på kort tid givet anledning til nye udgiftspolitiske prioriteringer med sigte på at styrke det danske forsvar og mindske sårbarheder i den danske energiforsyning.
- Det er aftalt at øge grænsen i budgetloven for det strukturelle underskud fra 0,5 pct. til 1,0 pct. af BNP samt at planlægge efter et offentligt underskud på 0,5 pct. i den mellemlistede tilrettelæggelse af finanspolitikken i en kommende 2030 plan.
- Nationalbanken støtter ændringerne af budgetloven og det nye saldomål. Nationalbanken vurderer, at justeringen af underskudsgrænsen og saldomålet er foreneligt med sunde og holdbare offentlige finanser og en troværdig fastkurspolitik.

- Men øgede udgifter til forsvar og omstilling af energiforsyning vil betyde, at andre udgifts- eller indtægtspolitiske ambitioner, som ellers ville kunne afholdes inden for de aktuelle muligheder, må vige, eller der må skabes yderligere råderum via prioriteringer eller reformer.
- Det er samtidig vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges under hensyntagen til konjunkturforløbet og kapacitetspresset i økonomien. Udgiftspolitiske initiativer til at styrke energiforsyningsikkerheden vil medvirke til at sikre Danmark en robust økonomi. Men i det omfang at højere efterspørgsel knyttet til omstilling af energiforsyningen og en styrkelse af forsvaret leder til et øget kapacitetspres i økonomien, skal finanspolitikken om nødvendigt tage luft ud af økonomien andre steder.



## Slide 12:

- På baggrund af den kraftige stigning i inflationen forventer markedet markante rentestigninger i USA i år og fra ECB i slutningen af året, se figur til venstre.
  - Ruslands invasion af Ukraine gav initialt anledning til et mindre fald i de markedsimplettede forventninger til pengemarkedsrenterne i både USA og Europa. De er efterfølgende steget igen, da markedet tilsyneladende forventer at centralbankerne vil reagere på den stigende inflation
- I Danmark sikrer vi prisstabilitet ved at føre fastkurspolitik. Med fastkurspolitikken importerer vi inflationen og dermed prisstabilitet fra euroområdet, og de danske pengemarkedsrenter følger euroområdet tæt.
- Fastkurspolitikken betyder også, at Danmark importerer ECBs ukonventionelle pengepolitik.
- Dog er det dansk-tyske 10-årige rentespænd fortsat højere end før covid-19 udbruddet. Nationalbankens rentemodeller peger på, at det positive statsrentespænd siden covid-19-udbruddet primært skyldes en stigning i løbetidspræmien på danske statsobligationer i forhold til tyske, se figur til højre.
- Den højere danske løbetidspræmie afspejler bl.a. den store stigning i varigheden på danske realkreditobligationer i løbet af 2021, se Danmarks Nationalbank (2022b). Stigningen i varigheden har bidraget til at reducere de institutionelle investorers efterspørgsel

efter andre obligationer med lang løbetid, såsom statsobligationer, se Achord et al (2021). Dermed kan varighedsstigninger i realkreditmarkedet øge renterne på statsobligationer.