

DANMARKS NATIONALBANK

27. OKTOBER 2022 — NR. 12

Penge- og finanspolitik i Danmark

- Det primære formål med pengepolitikken er at opretholde lav og stabil inflation. I Danmark bliver formålet indfriet ved at holde kronens kurs stabil over for euroen. Det afspejler fastkurspolitikken, der har ligget til grund for pengepolitikken herhjemme i de seneste fire årtier.
- Fastkurspolitikken betyder, at pengepolitikken i Danmark følger af den pengepolitik, der bestemmes af Den Europæiske Centralbank. Det vil ofte bidrage til at gøre udsving i dansk økonomi og inflation mindre. I det omfang udviklingen i dansk økonomi afviger fra euroområdet, kan finanspolitikken anvendes til at stabilisere økonomien.
- I den aktuelle situation bør finanspolitikken være strammere end i euroområdet. Det skyldes, at kapacitetspresset herhjemme er større, og at kombinationen af høj inflation og et stramt arbejdsmarked giver risiko for en løn-pris-spiral.

Danmark kan i år se tilbage på 40 år med fastkurspolitik¹. Først over for D-marken og siden 1999 med euroen som ankervaluta. Mens den overordnede ramme om pengepolitikken herhjemme har været uændret i hele denne periode, er der sket en stor udvikling i de pengepolitiske regimer i andre lande. En lang række lande har siden begyndelsen af 1990'erne indrettet pengepolitikken ud fra eksplicite inflationsmålsætninger. Samtidig er 19 europæiske lande gået sammen om den fælles mønt euroen, hvor pengepolitikken også er baseret på en inflationsmålsætning. Mens det tidligere var ret udbredt at tilrettelægge pengepolitikken med henblik på at opretholde en fast kurs over for en ankervaluta, fremstår det danske pengepolitiske regime derfor i dag som noget forholdsvis unikt blandt de avancerede økonomier.

Siden fastkurspolitikken blev indført, har international forskning og praktisk erfaring på tværs af en række lande påvirket, hvad der forventes opnået via penge- og finanspolitikken. Der er nu en klar konsensus om, at opretholdelse af lav og stabil inflation, opgjort som stigningstakten i det generelle prisniveau, er en kerneopgave for pengepolitikken.² Samtidig bør finanspolitikken bidrage til at understøtte en stabil makroøkonomisk udvikling og dermed lette pengepolitikken opgave. Det er især vigtigt i situationer, hvor inflationen afviger fra det ønskede niveau. Derudover er det finanspolitikken opgave at sikre, at de offentlige finanser er holdbare på langt sigt.

Som følge af fastkurspolitikken ringe udbredelse tager de internationale penge- og finanspolitiske diskussioner oftest udgangspunkt i en antagelse

1 Se boks 1 for en oversigt over centrale begreber.

2 Se fx Jerome H. Powell, Monetary Policy and Price Stability, 2022, tale ved Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Symposium, og Christine Lagarde, Monetary policy in the euro area, Karl Otto Pöhl Lecture, organised by Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft, 2022.

Centrale begreber

Boks 1

Makroøkonomisk politik

Den makroøkonomiske politik omfatter tiltag, der påvirker de samlede udbuds- og efterspørgselsforhold i økonomien. Finans- og pengepolitikken indgår i den makroøkonomiske politik.

Pengepolitik

Pengepolitik påvirker den samlede efterspørgsel i økonomien ved at indvirke på husholdninger og virksomheders finansielle betingelser, herunder ikke mindst de renter, som de står overfor. Pengepolitikken udføres af centralbankerne, og det grundlæggende formål er at sikre prisstabilitet.

Fastkurspolitik

Fastkurspolitik er en måde at tilrettelægge pengepolitikken på. En centralbank, der fører fastkurspolitik, sigter efter at opnå prisstabilitet ved at holde en fast kurs på sin valuta over for en anden valuta.

Finanspolitik

Finanspolitik dækker over tiltag, der påvirker den økonomiske aktivitet gennem statens indtægter og udgifter.

Det kan være tiltag i relation til skatter, indkomstoverførsler offentligt forbrug og investeringer eller offentlig beskæftigelse. Finanspolitikken fastlægges af regering og folketing, og formålet er at sikre en stabil makroøkonomisk udvikling og holdbare offentlige finanser.

Strukturpolitik

Strukturpolitik er en betegnelse for en lang række tiltag, der påvirker de økonomiske rammevilkår. Det kan fx være rammerne på arbejdsmarkedet eller erhvervslivets rammevilkår. Strukturpolitikken fastlægges af regering og folketing, og formålet er at skabe rammerne om en robust økonomi.

Makroprudentiel politik

Makroprudentiel politik vedrører primært regulering af husholdningernes adgang til forskellige låneformer samt krav om, at bankerne er tilstrækkeligt robuste. Formålet er at reducere opbygningen af risici, der kan true stabiliteten i det finansielle system, samt at begrænse skadevirkningerne, når en krise opstår.

om flydende valutakurser. En markant undtagelse er euroområdet, hvor Den Europæiske Centralbank, ECB, fører den fælles pengepolitik, mens regeringerne i de enkelte medlemslande inden for et fælles europæisk regelsæt er ansvarlige for finanspolitikken. Samspillet mellem penge- og finanspolitikken var et blandt mange elementer i ECB's strategiske gennemsyn, der blev gennemført i 2021.³

Denne analyse diskuterer, hvordan den makroøkonomiske politik bedst tilrettelægges i et fastkursregime.⁴ Helt overordnet er formålet med økonomisk politik at sikre borgerne de bedst mulige levevilkår. Det gøres ved dels at sikre et højt velstandsniveau, som tilvejebringes ved høj beskæftigelse og høj produktivitet. Desuden er det en vigtig opgave for

den økonomiske politik at bidrage til, at udsvingene i økonomien ikke bliver unødigt store.⁵

Økonomisk politik kan således både adressere niveau og udsving i velstand. Penge- og finanspolitik er konjunkturpolitiske redskaber, som sigter mod at stabilisere økonomien over konjunkturcyklerne. Det langsigtede velstandsniveau afhænger derimod af mere strukturelle forhold som udviklingen i produktiviteten og indretningen af arbejdsmarkedet. Der er dog en sammenhæng mellem udsving og niveau. Der er således indikationer på, at høj ledighed, som skyldes en periode med svag efterspørgsel, kan bide sig fast, da de ledige gradvist mister deres kvalifikationer. På den baggrund kan et tilbageslag, der i første omgang er midlertidigt, føre til et vedvarende fald i velstand.

³ Se ECB, Monetary-fiscal policy interactions in the euro area, *Occasional Paper*, nr. 273, 2021.

⁴ Se også Det Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, forår, kapitel 2, 2007, for overvejelser om tilrettelæggelsen af den økonomiske politik i Danmark.

⁵ Se De Økonomiske Råd, Dansk Økonomi, efterår, kapitel 4, 2019, for en diskussion af omkostningerne ved udsving i økonomien.

Det er et grundvilkår for et land, der fører fastkurspolitik, at pengepolitikken bestemmes af centralbanken i ankervalutaområdet, i Danmarks tilfælde ECB. Det giver en særlig rolle for finanspolitikken. Hvis konjunktursituationen i Danmark afviger fra euroområdet, vil pengepolitikken typisk ikke være optimalt afstemt ud fra et makroøkonomisk perspektiv. I en sådan situation kan finanspolitikken bidrage til at sikre et hensigtsmæssigt konjunkturforløb, hvilket også vil understøtte en stabil udvikling i inflationen. Det er desuden vigtigt at sikre, at finanspolitikken ikke i sig selv bidrager til, at konjunkturudsvingene i dansk økonomi kommer ud af takt med euroområdet.

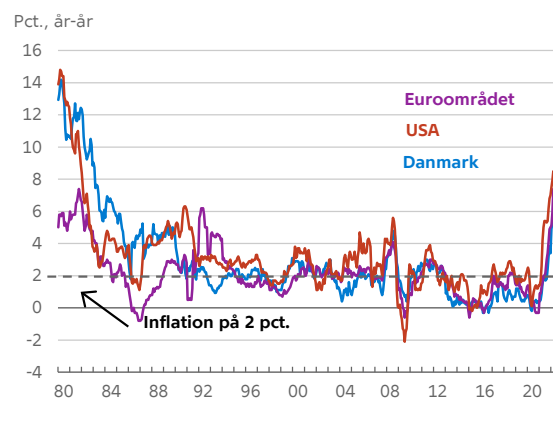
Aktuelt er inflationen på tværs af de avancerede økonomier steget til niveauer, der ikke er set i fire årtier, jf. figur 1. Det har ført til et fornyet fokus på pengepolitikens rolle og samspillet med finanspolitikken. Centralbankerne har til opgave at opretholde lav og stabil inflation. Den øvrige økonomiske politik, herunder finanspolitikken, er dog central i at sikre, at processen hen imod lavere inflation bliver så gunstig som muligt. Det kan primært ske ved på kort sigt at bidrage til en afdæmpning af efterspørgslen i økonomien, så der kommer balance mellem udbud og efterspørgsel.

Prisstabilitet, økonomisk politik og centralbankernes rolle

Det primære mål med pengepolitikken er at opretholde lav og stabil inflation. Inflationen bestemmes i et samspil mellem udbud og efterspørgsel. Hvis efterspørgslen efter varer og tjenester er stor i forhold til økonomiens produktionspotentiale, vil der være en tendens til, at pris- og lønstigningstakten tiltager. Det afspejler til dels, at stor efterspørgsel tilskynder producenterne til at øge deres mark-up'er, der angiver salgspriserne i forhold til omkostningerne. Men stor efterspørgsel medfører også et større pres på kapitalapparatet, hvilket kan gøre det dyrere at producere. Og en stigning i produktionen vil med-

Inflation i USA, euroområdet og Danmark siden 1980

Figur 1



Anm.: Forbrugerprisindekset, CPI, er anvendt for USA for hele perioden. Inflationen i euroområdet er repræsenteret ved CPI for Tyskland indtil 1997 og derefter ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks for euroområdet, HICP. Inflationen i Danmark er repræsenteret ved CPI indtil 1997 og derefter ved HICP.

Kilde: Macrobond.

føre en større efterspørgsel efter arbejdskraft, hvilket kan give sig udslag i højere lønninger og dermed højere produktionsomkostninger.

Efterspørgslen i økonomien svinger erfaringsmæssigt over tid, og stigende inflation er derfor ofte et resultat af en stigning i efterspørgslen.⁶ Udsving i efterspørgslen kan fx afspejle, at husholdningerne løbende tilpasser deres forbrug på baggrund af deres økonomiske situation eller fremtidsudsigter, ligesom virksomhedernes investeringer i høj grad afspejler deres skiftende forventninger til fremtiden. Samtidig udgør den offentlige sektor en betydelig del af økonomien, og udsving i det offentlige forbrug og investeringer er også en vigtig drivkraft bag udsvingene i den samlede efterspørgsel og dermed i inflationen.

Inflationen kan også svinge som følge af stød til økonomiens udbudsside. Et uventet teknologisk fremskridt, der styrker virksomhedernes produk-

6 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, for en analyse af, hvilke stød der har drevet udsvingene i dansk økonomi.

tivitet, er et eksempel på et positivt udbudsstød. Et sådant stød vil i lighed med et positivt stød til efterspørgslen resultere i højere økonomisk aktivitet. Men i modsætning til et efterspørgselsstød forøger udbudsstødet også økonomiens produktionspotentiale. Derfor vil et positivt udbudsstød som udgangspunkt tendere at reducere kapacitetspresset, da produktionspotentialet stiger mere end produktionen. Et positivt udbudsstød vil derfor reducere inflationen og visa versa for et negativt udbudsstød.

Stigende inflation kan således både være et resultat af et positivt stød til efterspørgslen, et negativt stød til udbuddet eller en kombination af begge faktorer. Derudover spiller udefrakommende forhold som fx udbud og efterspørgsel på globalt plan en væsentlig rolle.⁷ Det er ikke mindst tilfældet i en lille åben økonomi som den danske. Det afgørende er, at det efter en periode, hvor efterspørgslen har oversteget udbuddet, og inflationen derfor er steget, kan være nødvendigt med en periode med lavere kapacitetsudnyttelse og højere ledighed for at bringe inflationen ned igen.

Råvareprisernes rolle

Priserne på mange råvarer bestemmes på globale markeder. Stigende råvarepriser som følge af global knaphed på råvarer kan derfor fra et enkelt lands perspektiv betragtes som et udefrakommende stød. Hvis priserne på råvarer stiger, vil det på relativt kort sigt føre til højere priser på de varer, som forbrugerne køber i butikkerne. Det afspejler, at råvarer indgår som et vigtigt input i produktionen, og højere priser på råvarer øger derfor produktionsomkostningerne.

Virksomhederne kan i første omgang vælge helt eller delvist at absorbere de højere produktionsomkostninger i lavere mark-up'er. Det kan især være tilfældet i en lavkonjunktur med svag efterspørgsel. Hvis efterspørgslen derimod er stærk, kan virksomhederne være mere tilbøjelige til at sætte priserne op. På langt sigt vil der være en tendens til, at en stigning i produktionsomkostningerne afspejles i forbrugerpriserne. Et stød til inflationen, der afspejler knaphed på råvarer, vil som udgangspunkt

betyde, at forbrugerpriserne stabiliserer sig på det nye, højere niveau, når de ekstraordinære stigninger i råvarepriserne ophører. Inflationen falder dermed i en sådan situation tilbage, uden at der er behov for en periode med lav kapacitetsudnyttelse.

Hvis højere priser, der afspejler en stigning i råvarepriserne, giver sig udslag i højere lønninger, kan det imidlertid udvikle sig til en løn-pris-spiral. En løn-pris-spiral er udtryk for en situation, hvor højere omkostninger og dermed højere forbrugerpriser afspejles i højere lønstigninger, som så igen giver anledning til højere omkostninger og priser. Det vil så igen føre til højere lønstigninger, og på den måde har situationen karakter af en spiral, hvor priser og lønninger gensidigt føder hinanden. Dermed kan stigende råvarepriser, som i udgangspunktet kun har en forbigående effekt på inflationen, via løndannelsen få inflationen til at bide sig fast. Hvis det er tilfældet, kan det også her være nødvendigt med en periode med lavere kapacitetsudnyttelse for at få inflationen ned.

Pengepolitik, økonomisk aktivitet og inflation

Pengepolitikken spiller en afgørende rolle, når det kommer til at sikre lav og stabil inflation. Samspillet mellem inflationen og kapacitetspresset i økonomien betyder, at en centralbank på længere sigt altid kan bringe inflationen ned. Det kan den gøre ved at sætte de pengepolitiske renter over det niveau, der er foreneligt med en stabil løn- og prisudvikling, når økonomien er på sit potentiale – den såkaldte naturlige realrente, r^* .⁸ Når den pengepolitiske rente er højere end r^* , vil det tilskynde husholdninger og virksomheder til at reducere deres forbrug og investeringer i kapital og bygninger. På den måde aftager kapacitetspresset og dermed også presset på priser og lønninger.

Hvis der omvendt er behov for at få inflationen op, kan centralbanken stimulere efterspørgslen ved at sætte renterne under r^* . Der er indikationer på, at r^* i de senere år har været meget lav på tværs af de avancerede økonomier, jf. figur 2. Samtidig betyder muligheden for at veksle til kontanter, at der er en grænse for, hvor lave de faktiske renter kan blive. Som følge af den usædvanligt lave r^* har afstanden

7 Se fx Martina Jasova, Richhild Moessner og Elod Takats, Domestic and global output gaps as inflation drivers: what does the Phillips curve tell?, *Bank for International Settlements Working Paper*, nr. 748, 2018.

8 Se fx Michael Woodford, *Interest and Prices*, Princeton University Press, 2003.

mellem r^* og den nedre grænse for renterne i en år-række været mindre end tidligere. Det har svækket centralbankernes mulighed for at stimulere økonomien ved at sætte de pengepolitiske renter ned.

For at sikre lempelige finansielle vilkår og dermed understøtte inflationen har en række centralbanker derfor i de senere år benyttet sig af såkaldt forward guidance og kvantitative lempelser. Det gælder fx både ECB og den amerikanske centralbank, Federal Reserve. Ved forward guidance har centralbankerne tilkendegivet deres intentioner om at fastholde de pengepolitiske renter på et lavt niveau i en vis periode. Kvantitative lempelser dækker over, at centralbankerne har opkøbt værdipapirer, herunder ikke mindst statsobligationer. Både forward guidance og kvantitative lempelser har medvirket til at reducere renterne på de finansielle markeder.

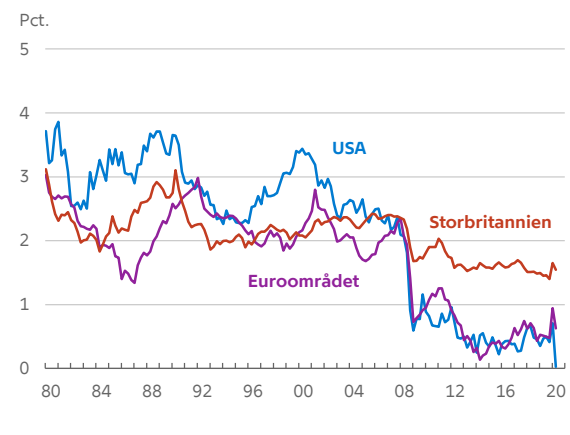
Inflationen er drevet af samspillet mellem udbud og efterspørgsel i økonomien, og centralbankerne kan aldrig sikre, at den bliver fuldstændig stabil. Det afspejler bl.a., at økonomien altid bliver ramt af uforudsete begivenheder, som påvirker udviklingen, og at pengepolitikken virker med forsinkelse. Forsinkelsen skyldes, at der går et stykke tid, fra centralbankerne ændrer deres renter, til det påvirker husholdningernes og virksomhedernes forbrug og investeringer og dermed efterspørgslen i økonomien. Derfra går der yderligere et stykke tid, fra en ændring i efterspørgslen påvirker virksomhedernes priser og dermed inflationen.

Det er således ikke muligt på forhånd præcist at tage højde for de udsving i efterspørgslen, der altid vil forekomme i en markedsøkonomi. Ligeledes kan centralbankerne ikke afværge, at stød til fx råvarepriserne på kort sigt påvirker inflationen. Endelig er det ikke muligt præcist at afgøre, i hvilket omfang fx en stigning i den økonomiske aktivitet afspejler henholdsvis udbuds- og efterspørgselsforhold. Dermed er det heller ikke entydigt, hvordan en ændring i den økonomiske aktivitet påvirker inflationen, jf. diskussionen af effekterne af de to typer af stød. Da et udbudsstød påvirker økonomiens produktionspotentiale, vil det samtidig ikke være hensigtsmæssigt at sigte efter en helt jævn udvikling i aktiviteten. I stedet bør fokus være på at stabilisere økonomien omkring dens potentiale.

Hvis der er tiltro til, at centralbankerne på længere sigt vil sikre, at inflationen holder sig i ro, vil det i sig selv reducere sandsynligheden for, at pris-

R*-estimer for USA, euroområdet og Storbritannien siden 1980

Figur 2



Kilde: Federal Reserve Bank of New York baseret på Holston, Laubach, and Williams, Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants, *Journal of International Economics*, 108, supplement 1, maj, s. 39-75, 2017.

lønstigningstakten bevæger sig væk fra det ønskede niveau. Det gælder både ved stød til økonomiens efterspørgsels- og udbudsside. I den forbindelse er det afgørende, at centralbankerne har klart definerede målsætninger. De pengepolitiske målsætninger angiver det niveau, som centralbankerne sikrer, at inflationen på langt sigt svinger omkring.

Sammenhængen mellem pengepolitik og økonomisk aktivitet betyder også, at centralbankerne på kortere sigt kan stimulere efterspørgslen og derved midlertidigt øge produktion og beskæftigelse ved at føre en lempelig pengepolitik. Men på længere sigt vil det føre til højere løn- og prisstigninger, mens aktiviteten falder tilbage på sit langsigtede niveau, som grundlæggende er bestemt af strukturelle forhold. På langt sigt er der således ikke noget afvejningsforhold mellem inflation og økonomisk aktivitet.

Centralbankernes målsætninger

Langt de fleste centralbanker har en målsætning om at opretholde stabile priser. Det afspejler netop, at centralbankerne på langt sigt kan styre inflationen, og at det ikke er muligt at opnå vedvarende højere økonomisk aktivitet på bekostning af højere inflation. Da inflationen afhænger af aktiviteten i økonomien relativt til potentialet, vil et fokus på at stabilisere inflationen desuden bidrage til en stabil kapacitetsudnyttelse. En centralbank med en inflationsmålsætning vil således ved fastsættelsen af

de pengepolitiske renter skulle sondre mellem, om udsving i økonomien er drevet af stød til udbuddet eller efterspørgslen, da det er afgørende for effekten på inflationen. Typisk er centralbankers målsætning, at inflationen skal være to pct. om året. Det gælder både for toneangivende centralbanker som ECB, den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og den britiske centralbank, Bank of England, men også for fx Norges Bank og Sveriges Riksbank.

Ud over hensynet til prisstabilitet kan der i centralbankernes pengepolitiske mandater også indgå et hensyn til den øvrige økonomi. Federal Reserve har, hvad der ofte benævnes et dobbelt mandat, hvor der både er vægt på lav inflation og høj beskæftigelse.⁹ I praksis har Federal Reserve dog gennem en lang årrække sikret en inflation, der svinger omkring 2 pct., jf. figur 1. Det afspejler netop, at det ikke på langt sigt er muligt via pengepolitikken at opnå et vedvarende løft i aktivitet og beskæftigelse mod at acceptere højere inflation. Lav og stabil inflation skaber omvendt de bedste rammer for en høj beskæftigelse. Hos ECB er det entydigt prisstabilitet, der er førsteprioritet. Derudover skal ECB, uden at målsætningen om prisstabilitet derved berøres, støtte de generelle økonomiske politikker i EU.¹⁰

Ifølge nationalbankloven fra 1936 har Danmarks Nationalbank til opgave at opretholde et sikkert pengevesen.¹¹ I et mere nutidigt sprogbrug betyder det, at det er Nationalbankens opgave at sørge for, at priserne i Danmark udvikler sig stabilt – altså at inflationen er lav. Målsætningen er imidlertid ikke udmøntet i en eksplicit målsætning om et bestemt niveau for inflationen. I stedet indebærer fastkurspolitikken, som er besluttet af regeringen efter samråd med Nationalbanken, at Nationalbanken har til opgave at opretholde en fast kurs på kroner over for euro.¹²

Som konsekvens af ECB's fokus på prisstabilitet i euroområdet bevirker fastkurspolitikken, at priserne i Danmark også udvikler sig stabilt. Figur 3

viser, at der gennem flere årtier har været en tæt sammenhæng mellem prisudviklingen i Danmark og euroområdet. Selv om priserne i Danmark på langt sigt stort set følger udviklingen i euroområdet, er der dog ikke en en-til-en-sammenhæng på kortere sigt. Det afspejler bl.a., at prisudviklingen på kort og mellemlangt sigt afhænger af udbuds- og efterspørgselsforhold i de enkelte lande, og at dansk økonomi ikke altid udvikler sig synkront med euroområdet.

Nationalbankens anbefalinger til den økonomiske politik

Fastkurspolitikken betyder, at de pengepolitiske renter er reserveret til at holde en stabil kronekurs. Nationalbanken tilrettelægger således ikke pengepolitikken på baggrund af den økonomiske udvikling, og Nationalbankens anbefalinger til den makroøkonomiske politik vedrører derfor primært finanspolitikken. I lighed med pengepolitikken påvirker finanspolitikken den samlede efterspørgsel i økonomien. På den baggrund er det vigtigt, at finanspolitikken tilrettelægges med henblik på at bidrage til et stabilt konjunkturforløb og dermed også understøtter en stabil prisudvikling. Anbefalingerne indgår som en del af Nationalbankens halvårlige publikation *Udsigter for Dansk Økonomi*, ligesom Nationalbankens direktion løbende kommunikerer sine finanspolitiske anbefalinger i taler og interviews mv. samt i møder med beslutningstagere.

Nationalbanken giver også anbefalinger til den makroprudentielle politik. Makroprudentiel politik vedrører primært regulering af husholdningernes adgang til forskellige låneformer samt krav om, at bankerne er tilstrækkeligt robuste. Den makroprudentielle politik har primært til hensigt at reducere opbygningen af risici, der kan true stabiliteten i det finansielle system, samt at begrænse skadevirkningerne, når en krise opstår.¹³ Dermed bidrager makroprudentiel politik ofte til at gøre den makroøkonomiske udvikling mere stabil.

⁹ Se Board of Governors of the Federal Reserve System, Monetary Policy Principles and Practice ([link](#)).

¹⁰ Se Treaty on the Functioning of the European Union, Article 127 (1) ([link](#)).

¹¹ Se Lov om Danmarks Nationalbank, 1936 ([link](#)).

¹² Se Morten Spange og Martin Wagner Toftdahl, Fastkurspolitik i Danmark, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 1. kvartal, marts 2014, for detaljer om implementeringen af fastkurspolitikken.

¹³ Se Danmarks Nationalbank, Stigende renter og priser kan udfordre bankernes kunder, *Danmarks Nationalbank Analyse (Finansiel Stabilitet)*, juni 2022, for Nationalbankens seneste analyse af den finansielle stabilitet med tilhørende anbefalinger til den makroprudentielle politik.

Makroprudentielle tiltag har ofte et strukturelt sigte og skal derfor vurderes på baggrund af deres bidrag til finansiel og makroøkonomisk stabilitet på langt sigt. De kan dog med fordel tidsmæssigt indfases, så de også på kortere sigt bidrager til at stabilisere økonomien. Stramninger af reguleringen vil fx ofte have en afdæmpende effekt på opbygningen af risici og kan derfor have en særlig gavnlig effekt, hvis de introduceres i en højkonjunktur, hvor risikoen for, at der opbygges finansielle ubalancer, er størst.

Endelig kan en hensigtsmæssig strukturpolitik bidrage til at sikre en robust økonomi. Nationalbanken har i den forbindelse givet anbefalinger til boligbeskatningen for at gøre boligmarkedet og dermed samfundsøkonomien mere stabil. På arbejdsmarkedet har strukturelle reformer bidraget til, at virksomhederne løbende kan tilpasse beskæftigelsen til den aktuelle situation. Det bidrager til en høj beskæftigelse på langt sigt. På samme måde kan strukturelle tiltag være rettet mod at sikre velfungerende markeder for varer og tjenester. Mens penge- og finanspolitik primært påvirker økonomiens udvikling over et konjunkturforløb, vil strukturpolitiske tiltag kunne påvirke de langsigtede niveauer for beskæftigelse og produktion, som økonomien svinger omkring.

Makroøkonomisk stabilisering i et fastkursregime

Der er tre mekanismer, som bidrager til, at aktiviteten i dansk økonomi stabiliseres omkring sit langsigtede niveau, og inflationen holdes i ro. Samlet er de grundlaget for, at dansk økonomi i de fire årtier siden introduktionen af fastkurspolitikken har udviklet sig stabilt sammenlignet med langt de fleste avancerede økonomier. Det er afgørende, at der er fuld troværdighed omkring den overordnede økonomisk-politiske ramme. Det gælder både Nationalbankens evne og vilje til at opretholde fastkurspolitikken og skiftende regeringers fokus på at sikre finanspolitisk holdbarhed. De tre stabiliseringsmekanismer er:

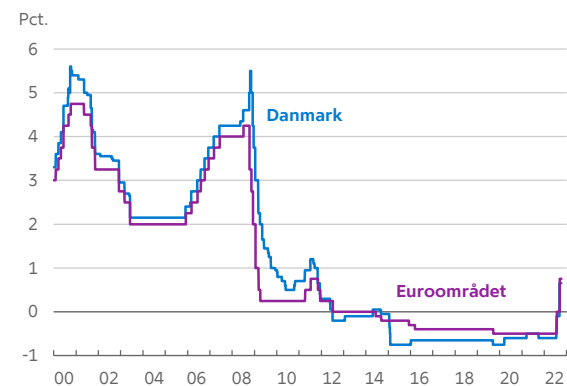
1. Stabilisering via ECB's pengepolitik
2. Selvstabilisering via konkurrenceevnen
3. Stabilisering via finanspolitik.

Stabilisering via ECB's pengepolitik

Fastkurspolitikken betyder, at renteutviklingen i Danmark i stort omfang følger renterne i euroområdet,

Pengepolitiske renter siden 2000

Figur 3



Anm.: Indtil den 14. oktober 2008 vises ECB's rente ved de ugentlige markedsoperationer, mens det for den efterfølgende periode er ECB's indlånsrente, der vises. For Danmarks Nationalbank vises renten på indskudsbeviser.

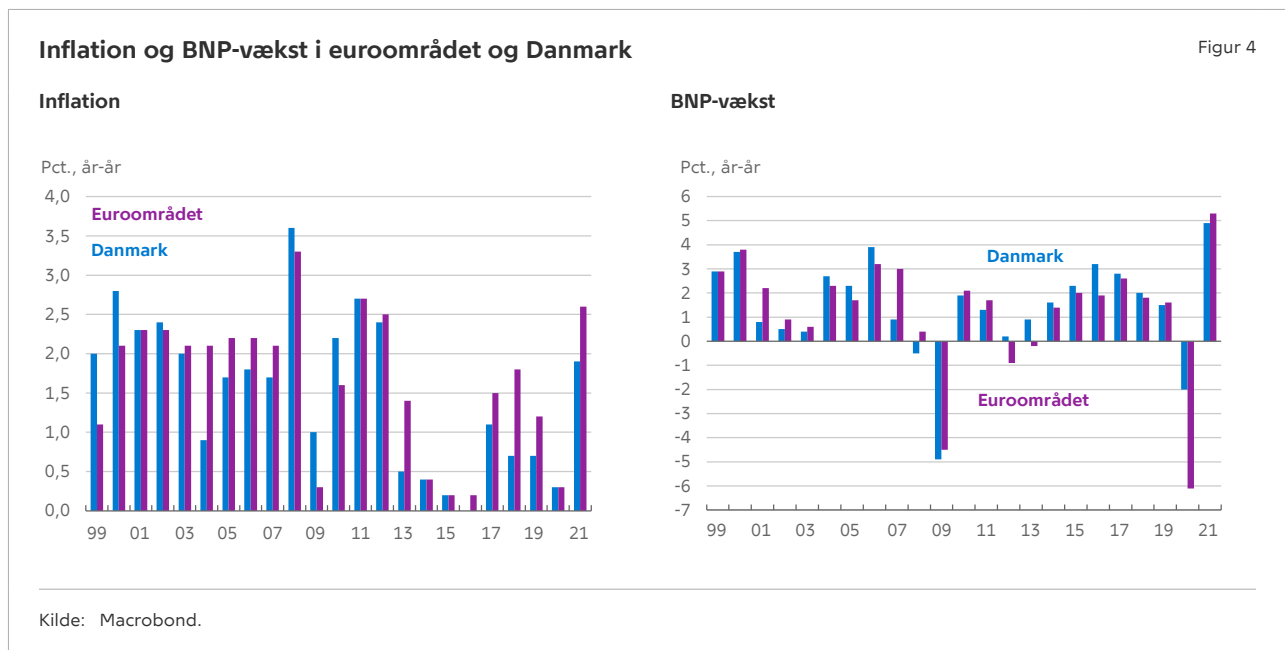
Kilde: Macrobond og Danmarks Nationalbank.

jf. figur 3. Når ECB ændrer de pengepolitiske renter, vil Nationalbanken ofte ændre de danske pengepolitiske renter inden for samme dag. På den måde sikres det, at kronens kurs over for euro holdes stabil.

I perioder med pres på kronen kan det dog være nødvendigt at udvide spændet mellem de pengepolitiske renter i Danmark og euroområdet. Hvis presset er i retning af en svækkelse af kronen, vil Nationalbanken sætte renterne op og dermed skabe et positivt spænd til ECB, som det skete under finanskrisen i 2008. Under den "omvendte" kronekrise i 2015 var der derimod pres i retning af en styrkelse af kronen, og Nationalbanken udvidede derfor rentespændet i negativ retning.

Nationalbanken vil derimod ikke sætte renterne op som svar på stigende kapacitetspres og udsigter til højere inflation herhjemme. Renterne vil kun blive forhøjet, hvis det stigende kapacitetspres også findes i euroområdet, og ECB på den baggrund sætter deres renter op. Der er en betydelig samvariation mellem økonomierne i Danmark og euroområdet. Det gælder både for vækst og inflation, og det har ikke mindst været tilfældet siden finanskrisen, jf. figur 4. En højkonjunktur i Danmark med stort kapacitetspres og udsigter til stigende priser vil derfor også ofte være sammenfaldende med en højkonjunktur i euroområdet.

To økonomier, der udvikler sig relativt ens, vil ofte ud fra et makroøkonomisk perspektiv drage nytte af en



omtrent sammenfaldende pengepolitik. Et studie fra 2012 finder da også, at der i årene 1994-2009 var en relativt tæt samvariation mellem den faktiske pengepolitiske rente i Danmark, som i stort omfang følger af ECB's pengepolitik, og den rente, som følger af en såkaldt Taylor-regel baseret på udviklingen i dansk økonomi. Det gør sig ikke mindst gældende i den senere del af perioden.¹⁴ En Taylor-regel giver et bud på, hvordan de pengepolitiske renter typisk vil være for en given kombination af inflation og kapacitetspres.

Samvariationen mellem den faktiske rente og renten, der følger af Taylor-reglen, afspejler en relativt tæt samvariation i den økonomiske udvikling i Danmark og euroområdet. Det indikerer, at pengepolitikken – selv om den ikke tager udgangspunkt i danske forhold – typisk har bidraget til makroøkonomisk stabilisering.

Figur 4 indikerer, at den relativt tætte samvariation mellem dansk og europæisk økonomi er fortsat i peri-

oden efter 2009, hvor dansk og europæisk økonomi i et vist omfang har været ramt af de samme stød.¹⁵ Det gælder ikke mindst den globale finansielle krise, hvor alle avancerede økonomier blev ramt af et kraftigt tilbageslag. Covid-19-pandemien og Ruslands invasion af Ukraine er andre eksempler på, at dansk økonomi ofte drives af de samme forhold som euroområdet.

Der er også en tæt sammenhæng mellem de længere renter i Danmark og euroområdet, jf. figur 5. Det skyldes, at de længere renter i høj grad afspejler markedsdeltagernes forventninger til de fremtidige pengepolitiske renter. Desuden oplever dansk økonomi også omtrent den samme stimulerende effekt af ECB's kvantitative lempelser som eurolandene.¹⁶ På det seneste er markedsrenterne herhjemme steget på tværs af løbetider som konsekvens af stigende inflation, og at ECB strammer pengepolitikken. Det medvirker til at dæmpe efterspørgslen og dermed inflationen, som det seneste år er steget i takt med inflationen i euroområdet.

14 Se Søren Hove Ravn, Rules versus Dictation: A Taylor Rule for Denmark, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, 150, 1, 2012.

15 Aktuelt er renterne dog både i Danmark og euroområdet betydeligt under det niveau, der følger af en Taylor-regel. Det afspejler bl.a., at inflationen aktuelt er påvirket af et betydeligt udbudsstød i form af højere råvarepriser. Taylor-regler er ikke velegnede til at beskrive den pengepolitiske reaktion til et udbudsstød.

16 Se Jakob Roager Jensen, Jakob Guldbæk Mikkelsen og Morten Spange, The ECB's unconventional monetary policy and the role of exchange rate regimes in cross-country spillovers, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 119, oktober 2017.

Det er ikke sikkert, at pengepolitikken altid vil være hensigtsmæssig ud fra et konjunkturperspektiv.¹⁷ I de første 10-15 år af fastkurspolitikens levetid var dansk økonomi fx ofte ude af takt med euroområdet. Der er også en række eksempler på, at Nationalbanken i perioder med pres på kronen har sat renterne betydeligt op eller ned, selv om det ikke umiddelbart har bidraget til at stabilisere konjunkturudviklingen.

Omkostningen ved i perioder at skulle forsvare fastkurspolitikken ved renteændringer vurderes imidlertid at blive overskygget af de fordele, som politikken har givet anledning til over en lang årrække. Først og fremmest har fastkurspolitikken understøttet en lang periode med lav inflation og – relativt til andre sammenlignelige lande – en stabil udvikling i produktion og beskæftigelse.¹⁸ Derudover er der indikationer på, at Danmark som konsekvens af fastkurspolitikken har nydt godt af samme handelsmæssige fordele af euroen som landene i euroområdet.¹⁹

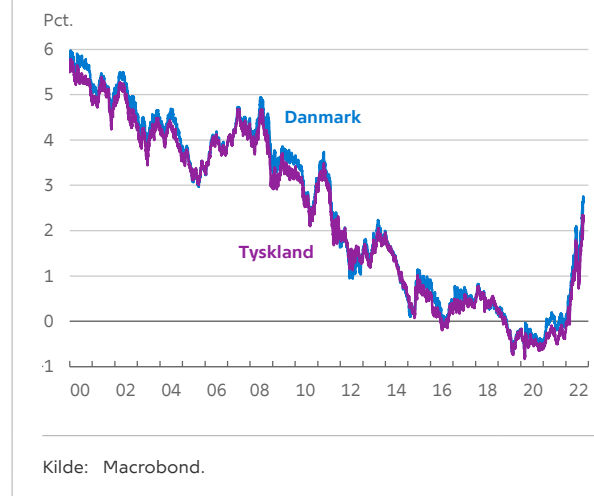
Selvstabilisering via konkurrenceevnen

Som tidligere beskrevet vil en periode med højt kapacitetspres lede til højere pris- og lønstigninger. I en sådan situation vil centralbanker med en eksplicit inflationsmålsætning typisk sætte renterne op for at dæmpe efterspørgslen. Det er ikke muligt herhjemme, da pengepolitikken er rettet mod at opretholde en stabil kronekurs. Renterne vil således kun blive forhøjet, hvis der også er udsigter til højere inflation i euroområdet.

Fastkurspolitikken har imidlertid en indbygget stabiliseringsmekanisme i form af lønkonkurrenceevnen. Lønkonkurrenceevnen er et udtryk for, hvad det koster at producere en vare eller en tjeneste i Danmark sammenlignet med i udlandet. Hvis det er relativt dyrt at producere i Danmark, er det således et udtryk for en svag lønkonkurrenceevne.

Renterne på 10-årige statsobligationer

Figur 5



Hvis danske priser og lønninger som følge af et stort kapacitetspres i en periode stiger mere end i euroområdet, vil danske virksomheder få vanskeligere ved at afsætte deres varer og tjenester. Det gælder på eksportmarkederne, hvor danske varer er i konkurrence med varer produceret i andre lande. Men det vil også være tilfældet på det indenlandske marked, hvor danskproducerede varer kan erstattes af import. Så en periode med stigende priser som følge af stort kapacitetspres vil typisk give sig udslag i en svækkelse af lønkonkurrenceevnen og en reduktion i nettoeksporten. Det vil i sig selv medvirke til at dæmpe kapacitetspreset.

En periode med stort kapacitetspres som følge af et højt niveau for forbrug og investeringer og dermed en svag nettoeksport vil også afspejles i en lavere opsparing hos danske husholdninger og virksomheder. Det vil give sig udslag i en lavere formue og dermed på længere sigt i en svagere udvikling i forbrug og

17 I praksis er det dog ikke entydigt, at små lande med en flydende valutakurs reelt har stor indflydelse på de indenlandske finansielle betingelser, jf. Helene Rey, Dilemma not trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence, *NBER Working Papers*, nr. 21162, 2015.

18 Se fx Anders Møller Christensen og Niels Lynggård Hansen, The monetary policy regime and the development in central macroeconomic variables in the OECD countries 1970-2005, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, bind 147, 2009.

19 Se De Økonomiske Råd, Danmark og Euroen, Kapitel II i Dansk Økonomi, forår, 2009.

investeringer. Reduktionen i nettoeksporten bidrager således via formueeffekten også til på længere sigt at dæmpe det indenlandske kapacitetspres. Det svagere kapacitetspres medfører, at løn- og prisstignings-takten igen kommer på linje med euroområdet. At det således ikke er muligt at have en udvikling i priserne i Danmark, der vedvarende afviger fra euro-rådets, afspejles af udviklingen siden 1999, jf. figur 6.

Lønstigningstakten og dermed produktionsomkostningerne reagerer ikke øjeblikkeligt på udsving i kapacitetspresset. Stabilisering via konkurrenceevnen virker derfor meget gradvist, og aktiviteten i dansk økonomi kan risikere at komme et godt stykke væk fra det strukturelle niveau, før tilpasningen via konkurrenceevnen får effekt. For at modvirke store og langvarige udsving i økonomien vil det derfor ofte være hensigtsmæssigt med yderligere stabilisering. I den forbindelse kan den indenlandske finanspolitik bidrage.

Stabilisering via finanspolitik

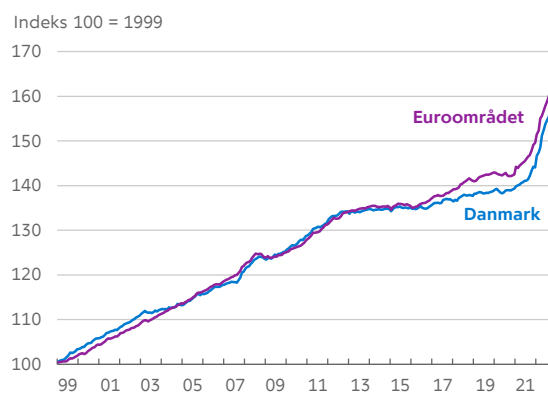
Stabilisering via konkurrenceevnen og via afsmitning fra ECB's pengepolitik sker uden aktiv beslutningstagen fra de danske myndigheder. Finanspolitikens bidrag til stabilisering af konjunkturerne kan opdeles i to. Det ene bidrag kommer fra de såkaldte automatiske stabilisatorer, mens det andet bidrag kommer fra aktive finanspolitiske beslutninger, der også ofte betegnes diskretionære finanspolitiske tiltag.

De automatiske stabilisatorer dækker over, at en række af statens indtægter svinger automatisk i takt med den økonomiske udvikling. Fx vil der i en lavkonjunktur typisk være stigende udgifter til indkomstoverførsler til arbejdsløse. Samtidig vil skatteindtægterne falde som følge af, at beskæftigelsen og den økonomiske aktivitet falder. På den måde vil der ske en gældsfinansieret overførsel af midler fra den offentlige til den private sektor, som bidrager til at understøtte forbruget og dermed til at afbøde dybden af et tilbageslag. I en højkonjunktur vil det modsatte være gældende.

De automatiske stabilisatorer fungerer derfor, som navnet antyder, uden at der træffes aktive finanspolitiske beslutninger. I Danmark er de automatiske stabilisatorer store sammenlignet med de fleste lande. Det afspejler, at de danske indkomstoverførsler og skatter er relativt høje, og at skattesystemet er progressivt, så en væsentlig del af indkomststigningerne i en højkonjunktur vil blive beskattet med en høj sats.

Prisudvikling siden 1999

Figur 6



Anm.: HICP.
Kilde: Macrobond.

Ud over de automatiske stabilisatorer har Folketinget mulighed for at reagere på konjunkturudviklingen via aktive finanspolitiske beslutninger. Det kan være ændringer i offentligt forbrug og investeringer, ændringer i skatter og afgifter eller ændringer i indkomstoverførslerne. Tiltag, der reducerer den offentlige saldo, vil ofte bidrage til at øge den økonomiske aktivitet og kan således i en lavkonjunktur supplere effekten fra de automatiske stabilisatorer. I en højkonjunktur kan det derimod være relevant med tiltag, der forbedrer den offentlige saldo.

Finanspolitikken virker i lighed med pengepolitikken med forsinkelse. Det afspejler dels, at det tager tid at træffe politiske beslutninger. Dernæst vil der være en forsinkelse, fra beslutningen træffes, til et givet tiltag sættes i værk. Eksempelvis vil der typisk gå et stykke tid fra vedtagelsen af en offentlig investering, og indtil arbejdet er på sit højeste. Omvendt kan fx ændringer i afgifter implementeres hurtigere. Endelig kan der være en forsinkelse fra tiltagets iværksættelse, til det får effekt på husholdningernes og virksomhedernes adfærd og dermed på den økonomiske aktivitet.

De finanspolitiske multiplikatorer

Effekten på den økonomiske aktivitet af et finanspolitisk tiltag kan opgøres på baggrund af de finanspolitiske multiplikatorer. De finanspolitiske multiplikatorer inkluderer den direkte effekt, som fx en forøgelse af den offentlige beskæftigelse vil have på den offentlige produktion. Dertil kommer en række afledte effekter. Det kan fx være gennem øget privat-

forbrug som følge af en øget offentlig beskæftigelse, der vil understøtte aktiviteten i den private sektor. Ved en skattenedsættelse vil der typisk ikke være en direkte effekt på den offentlige aktivitet, hvorimod der kommer en effekt på den økonomiske aktivitet, hvis husholdningerne justerer deres forbrug og beskæftigelse.

Fælles for de mulige tiltag er, at mens fortegnet på deres effekt ofte er klart, er der betydelig usikkerhed omkring størrelsesordenen. Der er dog indikationer på, at multiplikatorerne er større for offentlige udgifter end for skatter.²⁰

Finanspolitiske multiplikatorer og fastkurspolitik

I et fastkursregime er multiplikatorerne potentielt større end ved en flydende valutakurs. Det afspejler, at finanspolitiske lempelser i en økonomi med en flydende valutakurs kan give sig udslag i stigende renter, da stigningen i den økonomiske aktivitet kan give sig udslag i højere inflation og dermed skabe behov for en pengepolitisk stramning. De stigende renter fortrænger potentielt en del af effekten af den finanspolitiske lempelse. Denne såkaldte crowding-out-effekt via forventninger om strammere pengepolitik findes ikke i et fastkursregime, hvor renterne udelukkende fastsættes på baggrund af valutakursen.

Meget store finanspolitiske lempelser, der ikke er afstemt konjunkturudviklingen, kan dog potentielt skabe tvivl blandt markedsdeltagerne om den politiske opbakning til fastkurspolitikken. Det er tilfældet, hvis de fører til store underskud på de offentlige budgetter og høje pris- og lønstigninger, der resulterer i en kraftig forværring af konkurrenceevnen. Hvis en uansvarlig finanspolitik medfører, at der blandt markedsdeltagerne opstår usikkerhed om, hvorvidt regeringen vil give køb på fastkurspolitikken, kan det nødvendiggøre kraftige renteforhøjelser for at modvirke en svækkelse af kronen. Renteforhøjelserne vil kompensere investorerne for risikoen for, at kronens værdi over for euroen nedskrives.

Mens fastkurspolitikken understøtter de finanspolitiske multiplikatorer, kan dansk økonomis store åbenhed over for international handel bevirke, at der er en væsentlig "lækage-effekt". Lækage-effekten afspejler, at en betydelig andel af den stigning i efterspørgsel, der opstår som følge af en finanspolitisk lempelse, vil blive dækket af import. Større import reducerer effekten af en finanspolitisk lempelse på den indenlandske produktion og beskæftigelse.

Finanspolitik i Danmark og euroområdet

Som følge af fastkurspolitikken minder rammerne om finanspolitikken i høj grad om situationen i de individuelle eurolande. I euroområdet vil pengepolitikken heller ikke altid være optimalt afstemt efter forholdene i det enkelte land. Det afspejler, at konjunkturcyklerne på tværs af euroområdet ikke er fuldt synkroniserede, hvorimod ECB's pengepolitiske renter gælder for alle eurolande. Samtidig vil en finanspolitisk lempelse i et enkelt af de små eller mellemstore eurolande i lighed med i Danmark ikke påvirke forventningerne til ECB's pengepolitik, da effekten på euroområdets samlede inflation vil være minimal.

De finanspolitiske rammevilkår i Danmark afviger dog på et enkelt punkt fra euroområdet. Uanset pengepolitisk regime kan store offentlige underskud resultere i, at investorerne vil kræve en højere rente på statsobligationer for at kompensere for risikoen for, at staten ikke opfylder sine forpligtelser. Men som beskrevet ovenfor kan en uansvarlig finanspolitik gennem en længere periode føre til usikkerhed blandt investorerne om regeringens fortsatte opbakning til fastkurspolitikken og dermed nødvendiggøre renteforhøjelser. En uansvarlig finanspolitik kan derfor i et fastkursregime medføre en yderligere stigning i renterne på statsobligationer sammenlignet med lande med en flydende valutakurs.

For enkelte eurolandes vedkommende har der dog omvendt været eksempler på, at markedsdeltagernes manglende tiltro til holdbarheden af den økonomiske politik har givet sig udslag i en bekymring for,

20 Se Søren Hove Ravn og Morten Spange, The Effects of Fiscal Policy in a Small Open Economy with a Fixed Exchange Rate, *Open Economies Review*, 25:451-476, 2014, og Jacob Røpke, Grane Høegh og Anders Kronborg, Finanspolitiske multiplikatorer i MAKRO, Dream Gruppen, 2021.

at statsgælden redenomineres til en (genintroduceret) national valuta.²¹ Det har ført til højere renter på disse landes statsgæld, og ECB annoncerede på den baggrund i 2012 det såkaldte program for Outright Monetary Transactions, OMT. Programmet har dog aldrig været aktiveret.²²

Principper for hensigtsmæssig finanspolitik

I det følgende gennemgås de principper for en hensigtsmæssig tilrettelæggelse af finanspolitikken, som ligger til grund for Nationalbankens anbefalinger. Anbefalingerne tager for givet, at finanspolitikken i sidste ende er holdbar i den forstand, at de offentlige finanser på langt sigt er i balance. Det er et vigtigt element i de mellem- og langfristede fremskrivninger, som danske regeringer har tradition for at udarbejde.²³ Den langsigtede holdbarhed skaber rum for, at finanspolitikken kan anvendes som konjunkturpolitisk instrument – herunder, at der i en lavkonjunktur kan træffes beslutninger, der i en periode svækker den offentlige saldo.

Under antagelse af at finanspolitikken på langt sigt er holdbar, kan Nationalbankens anbefalinger sigte mod at bidrage til et stabilt konjunkturforløb med moderate udsving i aktivitet og beskæftigelse. Det vil også medvirke til at hindre unødigt store udsving i inflationen og dermed bidrage til at sikre Danmark en robust økonomi. Finanspolitikken kan dog ikke udjævne alle udsving i økonomien. Det afspejler, at der både er stor usikkerhed om økonomiens aktuelle tilstand og om virkningen af et givet finanspolitisk tiltag, og at der er en forsinkelse fra et finanspolitisk tiltag besluttet, til det har virkning på økonomien. Men overordnet set bør retningen på finanspolitikken afspejle den aktuelle konjunktursituation.

Finanspolitik og kapacitetspres

Finanspolitiske anbefalinger bør tage udgangspunkt i en vurdering af kapacitetspresset, der kan opsummeres i produktionsgabet. Produktionsgabet er et mål for den aktuelle aktivitet i økonomien relativt til

økonomiens produktionspotentiale, der også betegnes det strukturelle niveau. Det strukturelle niveau er kendetegnet ved, at presset på arbejdsmarkedet og kapacitetsudnyttelsen i virksomhederne er foreneligt med en stabil udvikling i priser og lønninger. Hvis aktiviteten er højere end det strukturelle niveau, vil der i stedet være en tendens til, at stigningstakten i priser og lønninger begynder at tiltage.

Finanspolitikens rolle som konjunkturinstrument er at stabilisere økonomien, så udsving omkring det strukturelle niveau bliver så små som muligt. Det strukturelle niveau kan imidlertid ikke beregnes med præcision. En stigning i den økonomiske aktivitet kan som tidligere diskuteret afspejle et positivt udbudsstød, hvor fx nye teknologier gør det muligt at producere mere med de givne resurser. Det vil føre til et højere strukturelt niveau. En stigning i aktiviteten er derfor ikke nødvendigvis et udtryk for, at kapacitetspresset er steget, men kan i stedet afspejle et højere strukturelt niveau. Perioder med høj vækst vil dog ofte være et udtryk for, at økonomien som følge af kraftig efterspørgsel vokser hurtigere end det strukturelle niveau, og at kapacitetspresset derfor er stigende.

Forsinkelsen i virkningen af et finanspolitisk tiltag fra beslutning til effekt på økonomien betyder, at det ikke er tilstrækkeligt med et øjebliksbillede af produktionsgabet. Selv om produktionsgabet fx er negativt på det tidspunkt, hvor et finanspolitisk tiltag besluttet, kan det være blevet positivt inden tiltaget har sin maksimale effekt på den økonomiske aktivitet. På den baggrund er det afgørende, at finanspolitiske beslutninger træffes på baggrund af en prognose for den økonomiske udvikling over de kommende år. Ellers er der risiko for, at finanspolitikken kommer til at virke procyklisk og dermed forstærker udsvingene i økonomien. Det er en del af baggrunden for, at Nationalbanken løbende udarbejder og offentliggør prognoser for dansk økonomi.

21 Se Roberto A. De Santis, A measure of redenomination risk, *ECB Working Paper*, nr. 1785, 2015.

22 Se Benoit Cœuré, Outright Monetary Transactions, one year on, 2013, speech at the conference "The ECB and its OMT programme", organised by Centre for Economic Policy Research, German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe.

23 Se Finansministeriet, 2030-planforløb: Grundlag for udgiftslofter 2026, for den seneste mellemfristede fremskrivning, 2022.

Finanspolitiske tiltag har ofte en direkte påvirkning på dagligdagen for store grupper af borgere. Eksempelvis vil en ændring i skatter eller overførselsindkomster direkte påvirke det beløb, som husholdningerne har til rådighed. En ændring i de offentlige udgifter vil kunne påvirke det offentlige serviceniveau, fx i form af børnepasning og sundhedsydelser, ligesom det kan påvirke offentligt ansattes jobsituation. På den baggrund er der nogle tilpasningsomkostninger forbundet med at justere i finanspolitikken.

Finanspolitikken udgøres af en lang række delbeslutninger, der vedrører udvalgte hjørner af statens budget. Der vil således altid være en række tiltag med budget- og efterspørgselsmæssige implikationer, der overvejes gennemført af politiske årsager, som ikke har med konjunktursituationen at gøre. Justeringsomkostningerne betyder, at tilrettelæggelsen af en finanspolitik med den ønskede finanseffekt med fordel kan tage udgangspunkt i de forslag, der allerede overvejes gennemført af andre årsager. Hvis konjunktursituationen tilsiger, at der er behov for store indgreb, kan det dog være nødvendigt at gennemføre tiltag, der ellers ikke ville have været på tale.

Finanspolitikken er særligt vigtig i situationer, hvor der er en risiko for et meget ugunstigt økonomisk forløb. I en situation med et stramt arbejdsmarked og høj inflation er der fx en forhøjet risiko for, at der udvikler sig en selvforstærkende løn-pris-spiral. Hvis først en løn-pris-spiral får lov til at udvikle sig, kan det være nødvendigt med en længerevarende økonomisk afmatning med relativt høj ledighed for at få inflationen ned igen. Selv om det ikke er det mest sandsynlige, vil det potentielt være så skadeligt, at risikoen bør tillægges særlig vægt ved udformningen af de finanspolitiske anbefalinger.

Sammenhæng mellem dansk finanspolitik og udviklingen i euroområdet

ECB's pengepolitik vil som tidligere beskrevet bidrage til at stabilisere dansk økonomi og inflation i det omfang, at dansk økonomi svinger i takt med euroområdet. Diskretionære finanspolitiske tiltag er derfor særligt relevante, hvis udviklingen i dansk økonomi er ude af takt med euroområdet. Det kan fx være, hvis kapacitetspresset herhjemme er mærkbart større end i euroområdet. I en sådan situation vil ECB's pengepolitik typisk være mere lempelig, end hvad der er optimalt for dansk øko-

nomi ud fra en makroøkonomisk betragtning. Her kan finanspolitikken bruges til at dæmpe økonomien yderligere.

Finanspolitikken kan derimod ikke benyttes til at opnå en prisudvikling, der vedvarende afviger fra euroområdet. I en situation med fx stort kapacitetspres og høj inflation i både Danmark og euroområdet kan en stram finanspolitik fra dansk side bidrage til at dæmpe kapacitetspresset og inflationen herhjemme. I fravær af en tilsvarende stramning i euroområdet vil det på lidt længere sigt betyde, at dansk økonomi bliver gradvist mere konkurrencedygtig. Som beskrevet i afsnittet om selvstabilisering via konkurrenceevnen vil det øge kapacitetspresset og dermed i sidste ende inflationen, indtil prisudviklingen har "indhentet" euroområdet. Det understreger, at finanspolitiske tiltag især er velegnede som stabiliseringsinstrument i situationer, hvor kapacitetspresset i dansk økonomi afgiver fra euroområdet.

Det er desuden relevant, hvilken finanspolitik der føres i euroområdet. Hvis finanspolitikken for euroområdet som helhed er lempelig, vil det understøtte aktivitet og inflation. En mere lempelig finanspolitik i euroområdet vil derfor umiddelbart tilskynde ECB til at føre en strammere pengepolitik, som via fastkurspolitikken også fører til højere renter i Danmark. Det gør alt andet lige, at finanspolitikken i Danmark skal være mere lempelig end ellers. Ved tilrettelæggelsen af den hjemlige finanspolitik er det således relevant at skele til finanspolitikken i euroområdet. *Forskelle* i konjunktursituationen mellem Danmark og euroområdet bør afspejles i *forskelle* i finanspolitikkenes stramhedsgrad.

Finanspolitik og økonomiens strukturelle position

Endelig er det vigtigt, at finanspolitiske tiltag vurderes med udgangspunkt i dansk økonomis strukturelle position. De senere år har dansk økonomi været præget af store overskud på betalingsbalancen, som både afspejler stor offentlig og privat opsparing. Samtidig er de offentlige finanser sunde, og der er stor troværdighed omkring fastkurspolitikken. På den baggrund er der i en periode plads til et kapacitetspres, der giver anledning til lidt højere løn- og prisstigninger end i euroområdet.

Økonomisk politik i den aktuelle situation med kapacitetspres og høj inflation

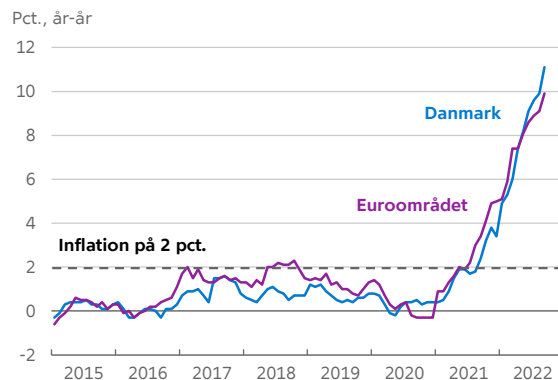
Aktuelt er inflationen høj på tværs af de avancerede økonomier. Det gælder også i Danmark og euroområdet, jf. figur 7.²⁴ Som konsekvens af den høje inflation er markedsrenterne steget. Stigningen understøttes af, at ECB siden begyndelsen af året har været i gang med at stramme pengepolitikken i euroområdet. Det skete i første omgang gennem en aftrapning af opkøbsprogrammerne og via signaler om kommende forhøjelser af de pengepolitiske renter. Ved rentemøderne 21. juli og 8. september har ECB desuden sat de pengepolitiske renter op med sammenlagt 1,25 procentpoint, hvilket som konsekvens af fastkurspolitikken er blevet spejlet i en tilsvarende renteforhøjelse fra Nationalbanken.

Samlet set har ECB's kommunikation og øvrige pengepolitiske tiltag siden årsskiftet ført til en betydelig stigning i renterne herhjemme, jf. figur 8. Nationalbankens analyser indikerer, at de strammere finansielle vilkår vil have en afdæmpende effekt på efterspørgslen i dansk økonomi over de kommende år.²⁵ På den baggrund medvirker ECB's pengepolitik til at dæmpe aktiviteten og dermed til at reducere inflationen over de kommende år. Kapacitetspresset er dog aktuelt større i Danmark end i euroområdet. Mens Nationalbanken vurderer, at produktionsgabets herhjemme er positivt, peger de fleste estimater på, at det er negativt i euroområdet. ECB's pengepolitik er dermed afstemt efter en konjunktursituation, der afviger fra Danmarks.

Samlet set er der udsigt til, at produktionsgabets i dansk økonomi aftager og bliver lukket frem mod 2024, og at inflationen falder til 1,7 pct. i 2024 for året som helhed.²⁶ Kerneinflationen i Danmark,

Inflation i Danmark og euroområdet siden 2015

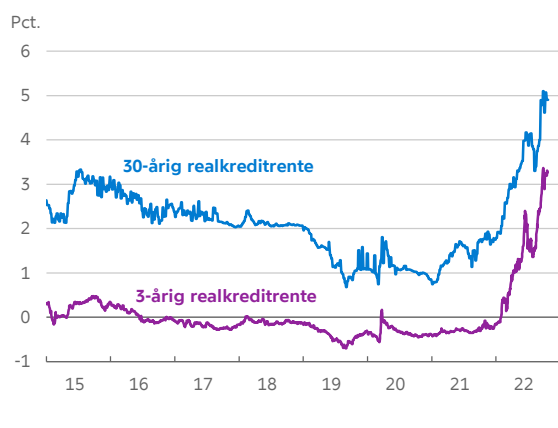
Figur 7



Anm.: Inflationen er opgjort ved HICP.
Kilde: Macrobond.

Stigning i renterne i Danmark

Figur 8



Anm.: 30-årige renter er gennemsnitlige effektive obligationsrenter for nyudstedelser. 3-årige renter er estimerede renter.
Kilde: Refinitiv Eikon og Nordea Analytics.

24 Se Danmarks Nationalbank, *Presset i økonomien bør dæmpes, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, september 2022, for analyser af inflationsudviklingen i Danmark.

25 Se Danmarks Nationalbank, *Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, september 2022.

26 Se Danmarks Nationalbank, *Presset i økonomien bør dæmpes, Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, september 2022.

der ekskluderer de mest volatile komponenter som energi og fødevarer, forventes dog at blive 3,2 pct. i 2024 og dermed at ligge over ECB's inflationsmålsætning. Det afspejler en forventning om tiltagende lønstigninger og andre produktionsomkostninger, der forventes at blive afspejlet i forbrugerpriserne. I den nuværende situation, hvor økonomien har været udsat for meget store og ukendte stød, og hvor inflationen er på et niveau, der ikke er set i flere årtier, er prognosen behæftet med betydelig usikkerhed.

Den kraftige globale stigning i efterspørgslen efter genåbningen har medført, at der i mange lande er stor efterspørgsel efter arbejdskraft, og at ledigheden derfor er lav. Det gælder ikke mindst herhjemme, jf. figur 9, og det forventes at give sig udslag i højere lønstigninger over de kommende år. Nationalbankens prognose forudsætter dog, at husholdninger og virksomheders forventninger til den fremtidige inflation holder sig i ro, og at der derfor ikke opstår tendenser til en egentlig løn-pris-spiral. Der er imidlertid en forhøjet risiko for, at det kan ske.

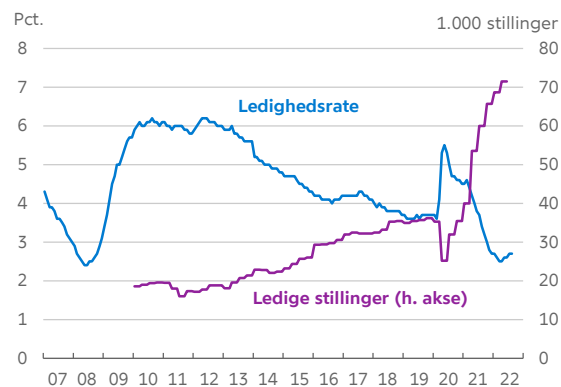
Den aktuelle finanspolitiske anbefaling

På baggrund af den aktuelle situation med høj inflation og et stramt arbejdsmarked anbefaler Nationalbanken, at finanspolitikken strammes, så den dæmper efterspørgslen i dansk økonomi. Derved reduceres risikoen for en løn-pris-spiral med vedvarende høj inflation, der vil være stærkt skadelig for dansk økonomi. Den aktuelle finanspolitiske anbefaling afspejler således i høj grad et ønske om at undgå et meget uønsket udfald – også selv om dette udfald ikke er det mest sandsynlige.

En strammere finanspolitik i Danmark sammenlignet med euroområdet flugter desuden med, at kapacitetspresset er større herhjemme. Et af principperne for en hensigtsmæssig finanspolitik er netop, at det især er i situationer, hvor der er afvigelser i kapacitetspresset mellem Danmark og euroområdet, at finanspolitikken bør anvendes. I den nuværende situation er det således hensigtsmæssigt, at finanspolitikken understøtter den afdæmpning i efterspørgslen, der kommer fra stramningen i pengepolitikken. Det giver de bedste forudsætninger for en stabil makroøkonomisk udvikling over de kommende år.

Ledighedsrate og antal stillingsopslag i Danmark

Figur 9



Kilde: Macrobond.

UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

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
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
24. oktober 2022



DANMARKS
NATIONALBANK

Morten Spange
Chefrådgiver
for pengepolitik
mosp@nationalbanken.dk

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION