

Energipriserne stiger igen, men inflationsudsigterne er ikke som i 2022

Krigen i Mellemøsten har endnu en gang udsat den globale økonomi for et negativt chok til energi- og råvaremarkederne. Modelestimater tyder på, at forbrugerpriserne vil stige over de kommende år, særligt på transport, fødevarer, omkostninger relateret til bolig og restauranter. Som konsekvens vil inflationen stige, selv i lyset af sædvanlige modvirkende pengepolitiske reaktioner. 2026 adskiller sig imidlertid fra 2022, både fordi chokket i sig selv er anderledes, og fordi de økonomiske forhold er anderledes. Usikkerheden er usædvanlig høj, og nye udviklinger kan ændre udsigterne. Risikoen for endnu en periode med høj inflation afhænger af, hvor længe priserne forbliver forhøjede, da vedvarende høje priser øger risikoen for bredere løn- og prisreaktioner.

Skrevet af**Thomas Harr**
Vicedirektør og chef for Økonomi og
Pengepolitikthha@nationalbanken.dk
+45 3363 6660**Christoffer Jessen Weissert**
Seniorøkonom
cjlw@nationalbanken.dk
+45 3363 6199

 **22 sider**



Højere energipriser presser forbrugerpriserne op

Forbrugerprisen på brændstof steg verden over i marts og april som en direkte effekt af højere energipriser. Stressindikatorer for forsyningskæder og producentpriser er også stigende, hvilket indikerer, at forbrugerpriserne kan stige mere bredt gennem indirekte effekter. Samtidig kan andenrundeeffekter opstå, men de mellemsigtede inflationsforventninger er foreløbigt forankrede.



Estimater tyder på, at den samlede inflationseffekt kan holdes nede

I et scenarieforløb, hvor oliepriserne følger en bane i tråd med de nuværende spot- og futuresmarkeder, tyder historiske transmissionsmønstre fra tidligere chok på, at den akkumulerede inflation stiger med ca. 1 procentpoint i løbet af det første år. Forløbet forudsætter en umiddelbar stigning i olieprisen på ca. 50 pct., der vedvarer. Effekten er betinget af, at centralbankerne reagerer, og af at den øvrige økonomiske politik ikke øger presset i økonomien.



Fire årsager til, at 2026 er anderledes end 2022

For det første var inflationen allerede blevet presset op af store stød inden energistødet i 2022, hvilket ikke er tilfældet i 2026. For det andet blev Europa ramt af et kraftigt gasstød i 2022, som blev forstærket af højere elpriser, mens stigningen i gaspriser og de hertil knyttede indirekte effekter ser ud til at være mindre denne gang. For det tredje var pengepolitikken lempelig i 2022, mens den nu er tættere på neutral. For det fjerde var det private forbrug stærkt i 2022, men svagere nu.

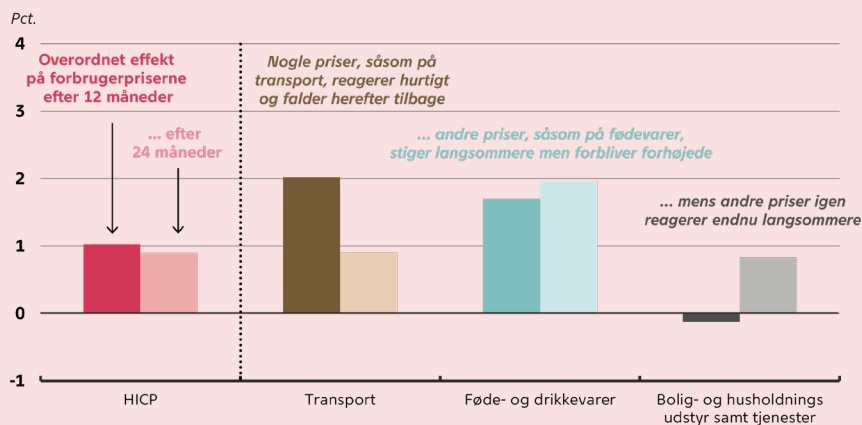
Hvorfor er det vigtigt?

Forståelse af, hvordan stød til økonomien slår igennem til forbrugerpriserne, er centralt for Danmarks Nationalbanks mandat til at sikre prisstabilitet. Med stigende prispres tidligt i produktions- og forsyningskæden og ekstraordinær høj usikkerhed er en grundig analyse af, hvad der er sket i 2026, og hvorfor situationen adskiller sig fra 2022, afgørende for at vurdere den fremtidige udvikling og de risici, der ligger forude.

Hovedfigur

Olieprisstød fører til højere inflation, men effekten varierer i størrelse og timing på tværs af forbrugerpriserne

Effekt på danske forbrugerpriser 12 og 24 måneder efter et olieprisstød på 50 pct., som aftager langs det forløb, der var givet ved futureskurver i marts 2026



Anm.: Figuren besvarer følgende spørgsmål: Hvad sker der med de danske forbrugerpriser, hvis olieprisen følger det forløb, som futuresmarkederne indprisede i midten af marts 2026 to uger efter, at krigen i Mellemøsten brød ud? Figur 6a i hovedteksten viser det konkrete olieprisforløb, der er anvendt, og det tilhørende afsnit redegør nærmere for metoden. Kort fortalt estimeres effekterne på forbrugerpriserne ved hjælp af en strukturel scenarieanalyse (Antolín-Díaz, Petrella og Rubio-Ramírez, 2021), hvor vi først estimerer den typiske reaktion på olieprischok og derefter simulerer effekterne på forbrugerpriserne af et konkret olieprisforløb. Modellen forudsætter, at pengepolitikken reagerer på olieprischokket i overensstemmelse med historiske reaktionsmønstre. Bemærk, at dette ikke er Nationalbankens inflationsprognose, som i stedet fremgår af Danmarks Nationalbank (2026a).

Kilde: Känzig (2021), Eurostat og egne beregninger.

Emner

Inflation og prisudvikling

01

Prisstødet fra krigen i Mellemøsten

Olie- og gaspriserne steg kraftigt, efter krigen i Mellemøsten brød ud den 28. februar, og udsvingene har siden været store, da konflikten fortsat er uafklaret. Inden for få dage efter udbruddet af krigen blev Hormuzstrædet lukket, og mere end tre måneder senere er det fortsat reelt lukket. Omkring 20 pct. af verdens olie- og gasforsyning passerer gennem Hormuzstrædet, hvilket gør det til en af verdens vigtigste flaskehalse for energiforsyning. Udviklingen på olie- og gasmarkederne tiltrak straks opmærksomhed, da forstyrrelser i forsyningen af begge kan have betydelige økonomiske konsekvenser. Brent-olieprisen, den vigtigste globale referencepris for råolie, steg med omkring 50 pct. umiddelbart efter krigen udbrød, jf. figur 1a. Siden midten af marts har prisen ligget i intervallet 85-120 USD pr. tønde, mod 60-70 USD pr. tønde inden konflikten. De europæiske engrospriser på naturgas steg også kraftigt umiddelbart efter udbruddet. I april og maj lå gasprisen ca. 40 pct. over niveauet fra før krigen, jf. figur 1b.

FIGUR 1A

Olieprisen steg kraftigt i marts og er fortsat forhøjet ...



Anm.: Daglige observationer. Sidste observation er 29. maj 2026.
Kilde: Macrobond.

FIGUR 1B

... mens stigningen i gasprisen har været mere afdæmpet



Anm.: Daglige observationer. Sidste observation er 29. maj 2026.
Kilde: Macrobond.

I takt med at råvarepriserne er steget og fortsat ligger højt, er de potentielt vidtrækkende økonomiske konsekvenser af krigen i Mellemøsten blevet et centralt emne i den økonomiske debat. For at give et klart billede af den aktuelle situation undersøger dette kapitel en række centrale forhold: Chokkets globale karakter; krigens umiddelbare og klare direkte virkninger på forbrugerpriserne på energi; hvor længe markederne forventer, at priserne vil forblive forhøjede; og i hvilken udstrækning forstyrrelsen rækker ud over olie og gas til andre råvarer. Dette danner afsæt for den efterfølgende analyse, hvor kapitel 2 undersøger de kanaler, som de økonomiske konsekvenser forplanter sig igennem, mens kapitel 3 sammenligner situationen nu med 2022. Kapitel 4 afrunder med bemærkninger om prognoser under ekstraordinær høj usikkerhed og om brugen af politiske instrumenter til at håndtere energiprischok. I lyset af

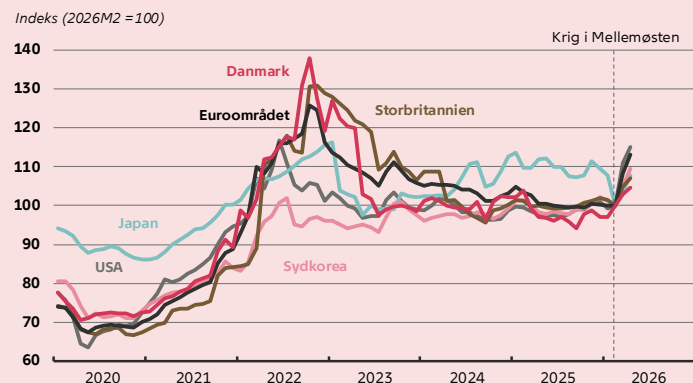
chokkets globale karakter anlægger vi et internationalt perspektiv og belyser USA, euroområdet, Danmark og lejlighedsvis Mellemøsten og Asien.

Chokket er globalt

Olie og gas handles på globale markeder, og de fleste økonomier er derfor eksponeret over for prisstigningerne.¹ Det globale energichok har ført til højere forbrugerpriser på energi og dermed også til højere samlet inflation verden over. Fra februar til april steg forbrugerpriserne på energi med 15,1 pct. i USA (sæsonkorregeret), med 13,0 pct. i euroområdet, 9,4 pct. i Sydkorea, 7,7 pct. i Japan, 7,0 pct. i Storbritannien og 4,5 pct. i Danmark, jf. figur 2a. Som følge heraf steg den årlige energiprisinflation også, jf. figur 2b.

FIGUR 2A

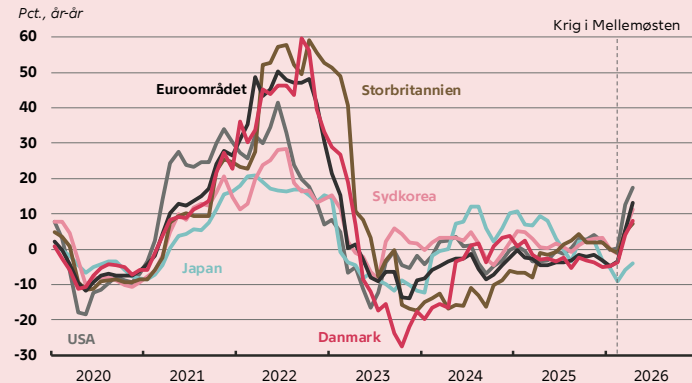
Forbrugerprisen på energi stiger verden over ...



Anm: HICP målt ved konstante skatter for Danmark og euroområdet. CPI for Sydkorea, Storbritannien, Japan og USA. Sæsonjusteret.
Kilde: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, Japanese Statistics Bureau, OECD og U.K. Office for National Statistics.

FIGUR 2B

... og det samme gør årsraten for energiprisinflationen



Anm: HICP målt ved konstante skatter for Danmark og euroområdet. CPI for Sydkorea, Storbritannien, Japan og USA.
Kilde: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics, Japanese Statistics Bureau, OECD og U.K. Office for National Statistics.

Markedet forventer vedvarende effekter

Ved krigens udbrud forventede markederne indledningsvis ikke, at krigens virkninger ville være langvarige: Futureskurven for Brent-råolie var i udtalt backwardation, hvilket vil sige, at kontrakter med kort leveringsfrist steg kraftigt i pris i forhold til kontrakter med senere leveringsfrist, jf. figur 3a. I maj er Brent-spotpriserne imidlertid fortsat forhøjede, mens hældningen på Brent-futureskurven er udjævnet noget, hvilket indikerer, at forventningerne har forskudt sig i retning af mere vedvarende effekter.² Pr. maj indikerede futuresmarkedet for Brent-råolie, at oliepriserne ville falde til omkring 85 USD pr. tønde i december 2026 og til lidt over 75 USD pr. tønde i december 2027, jf. figur 3b. Disse prissignaler skal dog aflæses med forsigtighed. Futurespriser afspejler

¹ Selvom Brent-råolie ikke er identisk med den råolie, der produceres i Mellemøsten, er oliepriserne steget bredt på tværs af benchmarks. WTI, det vigtigste amerikanske benchmark, handles i et lignende leje som Brent, dog på et lidt lavere niveau, og Dubai/Oman-råolie, det vigtigste benchmark for Mellemøsten og Asien, steg indledningsvis over Brent, men er siden konvergeret, se også boks 1. Gasmarkedene er mere fragmenterede, fordi gas er sværere og dyrere at transportere og lagre end råolie. De asiatiske gaspriser er steget lidt mere end TTF-benchmarket (ca. 40-75 pct. over niveauet fra før krigen i april og maj), mens de amerikanske engrosgaspriser er faldet, hvilket afspejler begrænset LNG-eksportkapacitet og rigelige indenlandske lagre.

² Et markant skift i futureskurven er vigtigt for inflationsudsigterne. Sammenlignet med de forventninger, der var indlejret i marts, indebærer den aktuelt fladere futureskurve, at energipriserne nu forventes at forblive forhøjede i længere tid, hvilket øger det forventede kumulative gennemslag til forbrugerpriserne. Vi bemærker dog, at skiftet i futureskurven fra marts til maj er betydeligt mindre end skiftet fra lige inden krigen brød ud i februar til midten af marts.

ikke udelukkende markedets forventninger til fremtidige spotpriser: De inkorporerer også lageromkostninger, såkaldte convenience yields og risikopræmier – faktorer, der kan skabe en betydelig forskel mellem finansielle og fysiske oliepriser, navnlig under forsyningsforstyrrelser som den aktuelle (se boks 1 for en detaljeret gennemgang). I marts var disse kræfter usædvanligt store, idet den fysiske oliepris steg markant over den nærmeste futurespris. Forskellen er siden indsnævret, men episoden understreger, at de faktiske energiomkostninger for økonomien kan afvige fra, hvad de overordnede futurespriser antyder.

FIGUR 3A

Brent 1M-12M-spread



Anm.: Daglige observationer. Figuren viser forskellen mellem første og tolvte position i Brent-futuresmarkedet. Sidste observation er fra 29. maj 2026.
Kilde: Macrobond.

FIGUR 3B

Brent spot og futures



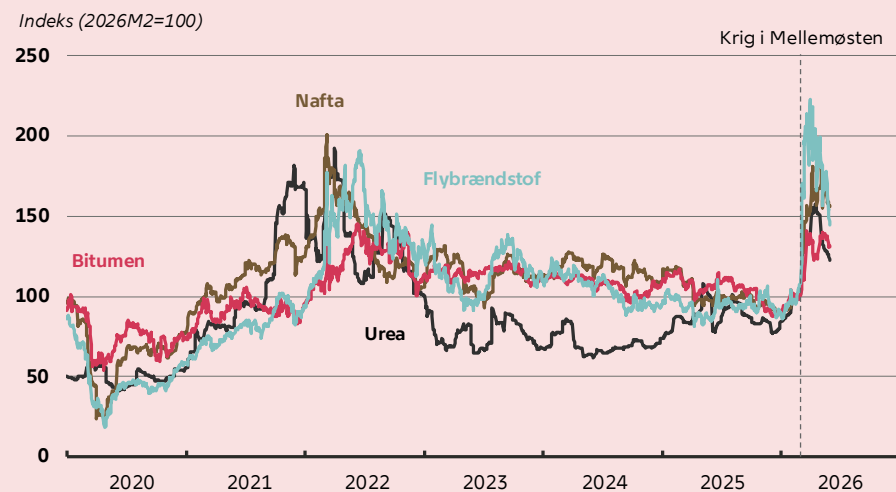
Anm.: Daglige observationer. Sidste observation er fra 29. maj 2026. Futureskurven viser gennemsnittet på tværs af alle tilgængelige observationer i maj 2026.
Kilde: Macrobond.

Chokket rækker ud over energi

Olie- og gasproduktion giver også anledning til biprodukter, hvis priser er steget kraftigt, herunder urea, nafta og bitumen, jf. figur 4. Derudover er priserne på raffinerede produkter som flybrændstof også steget. Højere ureapriser fører til højere priser på gødning og øger dermed produktionsomkostningerne for fødevarer. Højere naftapriser øger omkostningerne i plast-, gummi- og kemikalieindustrien, mens højere bitumenpriser øger prisen på asfalt og andre byggematerialer. Højere priser på flybrændstof øger omkostningerne ved både passager- og fragttransport med fly. Et andet biprodukt af olie- og gasproduktion er helium, som anvendes i halvlederproduktion og i andre højteknologiske industrier (Lagarde, 2026). Energiprisschokket slår således igennem på et bredere spektrum af råvarer.

FIGUR 4

Priserne på urea, nafta, bitumen og flybrændstof er steget kraftigt



Anm.: Daglige observationer. Sidste observation er fra 29. maj 2026.

Kilde: Bloomberg.

BOKS 1

En kort gennemgang af kompleksiteten i oliemarkedet

Når medier og markedsobservatører omtaler "olieprisen", refererer de typisk til den korteste futureskontrakt for Brent-råolie: En standardiseret finansiell kontrakt på 1.000 tønder råolie, der handles på Intercontinental Exchange, ICE. Finansielle futures og fysisk olie er imidlertid ikke det samme. Denne boks forklarer forskellen, hvorfor den er relevant nu, og hvilke faktorer der driver futurespriser ud over rene forventninger til den fremtidige pris på fysisk olie.

Finansielle futures. Brent-futures er kontrakter med månedlige afregnings- og leveringsdatoer, der strækker sig op til ca. otte år frem i tid. Den nærmeste future er den kontrakt, der udløber først. Futures er overvejende finansielle instrumenter: Historisk set resulterer kun ca. 1 pct. i fysisk levering.¹ Men fordi futures er standardiserede og likvide, finder prisdannelsen normalt sted på futuresmarkedet. Desuden følger de nærmeste futureskontrakter i normale tider de fysiske afregningspriser tæt, jf. figur A.

Fysiske afregningspriser. Sideløbende med futuresmarkedet købes og sælges råolie til fysisk levering. Det vigtigste fysiske benchmark er såkaldt dated Brent, en kontrakt på levering af nordsøolie inden for 10-30 dage. Det er den pris, der kommer tættest på en egentlig spotpris for råolie.

Hvorfor den fysiske pris kan afvige fra den nærmeste futurespris. Futuresprisen er forbundet med den fysiske pris gennem et såkaldt cost-of-carry-forhold, hvor flere faktorer kan drive en kile ind mellem de to priser. For det første spiller lageromkostninger en rolle: Det er dyrt at opbevare fysisk olie, hvilket tenderer til at gøre den fysiske olie billigere end futures, da futuresprisen indeholder omkostningerne ved at lagre olie frem til leveringen. For det andet er der såkaldte *convenience yields*: Når udbuddet er stramt, bliver det værdifuldt at have fysisk olie til rådighed, hvilket kan skubbe den fysiske pris over den nærmeste futurespris. Når convenience yields er store nok til at opveje lageromkostningerne, handles den fysiske olie med en højere præmie i forhold til den nærmeste future. Det, vi observerede i marts, er et ekstremt eksempel på en situation, hvor den faktiske fysiske afregningspris ligger langt fra den nærmeste futurespris, jf. figur A. En tredje faktor er risikopræmier: Købere af futures kræver kompensation for at bære prisrisikoen, hvilket tenderer til at trække futuresprisen en smule under den forventede fremtidige fysiske pris.

Fortsættes ...

... fortsat

Hældningen på futureskurven. Et beslægtet, men særskilt begreb, der ligeledes bygger på cost-of-carry-sammenhængen, er formen på futureskurven langs dens løbetidsspektrum. Når den nærmeste futureskontrakt handles til en højere pris end kontrakter med længere løbetid, siges kurven at være i backwardation. Når det modsatte gør sig gældende, er kurven i såkaldt contango. En kurve i backwardation er et signal om, at markedet forventer faldende priser over tid, men de samme kræfter, der driver den fysiske pris væk fra prisen på den nærmeste futureskontrakt, påvirker også futureskurvens hældning, dvs. forskellen mellem priser på kort- og langsigtede futureskontrakter.

Den nuværende situation. Efter lukningen af Hormuzstrædet blev dated Brent handlet markant over den nærmeste futureskontrakt, jf. figur A. En måde at forstå dette på er at sammenligne den aktuelle situation med, hvad der skete i 2022. I forhold til 2022 udvidedes spændet betydeligt mere efter udbruddet af krigen i Mellemøsten. Det afspejler til dels forskellen i karakteren af de to stød. I 2022 betød Europas forbud mod import af russisk olie primært en omdirigering af strømmene til Kina og Indien frem for en decideret fjernelse af olie fra det globale marked. Lukningen af Hormuzstrædet har derimod direkte forstyrrer forsyningsstrømmene og dermed reduceret mængden af olie til rådighed for levering på kort sigt og øget prækien på at have fysisk olie i dag.

I start-juni har billedet ændret sig. Den fysiske præmie er indsnævret betydeligt, efterhånden som markederne sandsynligvis har tilpasset sig forstyrrelsen: Dated Brent er bevæget tilbage mod den nærmeste futureskontrakt, hvilket kan afspejle, at den indledende panik over den umiddelbare fysiske tilgængelighed er aftaget. Samtidig er graden af futureskurvens backwardation faldet. Det betyder dog ikke, at markedet forventer en hurtig tilbagevenden til priserne fra før krigen. Snarere er de mere langsigtede futures steget mod den nærmeste kontrakt, hvilket signalerer, at markederne nu forventer, at de forhøjede oliepriser vil vare længere end oprindeligt forudset. Med andre ord skiftede markedet fra at prissætte et akut, men midlertidigt chok til at prissætte en mere langvarig periode med høje energiomkostninger. Set fra et inflationsperspektiv er dette skift bekymrende, da vedvarende omkostningspres er mere tilbøjeligt til at brede sig til forbrugerpriser end et kortvarigt prischok, der hurtigt forsvinder.

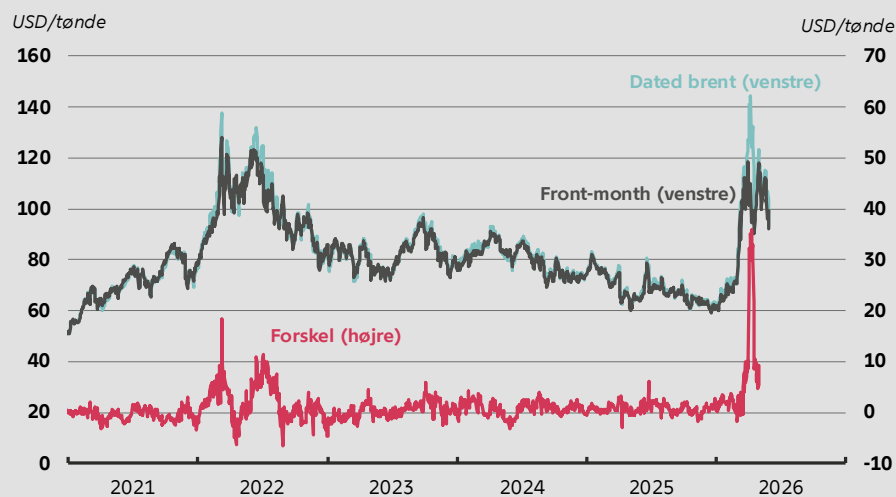
Regionale benchmarks. En sidste komplikation er, at olie ikke er en homogen råvare. Råolie varierer i tæthed, svovlindhold og geografisk oprindelse, og raffinaderier er indrettet til at forarbejde bestemte kvaliteter. Regionale benchmarks kan derfor afvige fra hinanden, når chok rammer udbuddet asymmetrisk. ICE Brent dækker råolie fra Nordsøen og den atlantiske søtransport. NYMEX WTI afspejler let, mindre svovlholdig råolie fra USA og er knyttet til rørsystemet i Cushing, Oklahoma. DME Oman/Platts Dubai afspejler mellemting, mere svovlholdig råolie fra Mellemøsten. I marts steg Dubai/Oman-prisen i første omgang over Brent, fordi lukningen af Hormuzstrædet direkte påvirkede den mellemøstlige forsyning, inden benchmarkprisen konvergerede. Den samme logik gælder for naturgas: TTF (Europa), Henry Hub (USA) og JKM (Asien) kan afvige fra hinanden, fordi gashandlen er begrænset af rørledningskapacitet og LNG-terminalkapacitet. Det er med til at forklare, hvorfor europæiske og asiatiske gaspriser steg efter krigen, mens de amerikanske engrosgaspriser faldt.

Fortsættes ...

... fortsat

Figur A

Den fysiske pris på Brent-råolie steg langt over den nærmeste futurespris tidligt i marts, men gabet er siden snævret ind



Anm.: Daglige observationer. Sidste observation er fra 29. maj 2026.
Kilde: Bloomberg.

¹Se ice.com, Global crude benchmarks: Brent sets the standard ([link](#)).

02

Stød til energipriserne rammer økonomien bredt

Energipriser påvirker næsten alt

Et chok til olie- eller gaspriser øger direkte priser på brændstof og opvarmning, men konsekvenserne stopper ikke her. Chokket breder sig gennem markedet for elektricitet, øgede fragtomkostninger og alle priser på varer og tjenester, der kræver energi til produktion eller transport. Over tid kan det også påvirke lønningerne, i takt med at arbejdstagere og virksomheder tilpasser sig de højere omkostninger i hele økonomien. Energichok skader derfor den økonomiske aktivitet og udhuler husholdningernes købekraft gennem højere forbrugerpriser. Det er vigtigt at kortlægge, hvordan chokket transmitteres til den økonomiske aktivitet og priserne, for at forstå hvor dyb og vedvarende effekten kan blive. Dette kapitel undersøger transmissionen gennem de tre brede kanaler, som økonomer ofte bruger til at betegne, hvordan et energiprischok forplanter sig: den direkte kanal, den indirekte kanal og såkaldte andenrunde effekter.

Den direkte kanal afspejler stigningen i forbrugerpriserne på raffinerede produkter som benzin, diesel og gas. Disse effekter slår hurtigt igennem. På tankstationen bevæger priserne sig i takt med råolieprisen.³ For gas er gennemslaget ligeledes hurtigt, idet husholdninger og virksomheder i stort omfang køber gas på variable kontrakter, der er knyttet til engrosprisen.⁴ Figur 5a illustrerer, hvor hurtigt og kraftigt denne kanal slår igennem på tværs af økonomier, ved at vise forbrugerpriser på brændstoffer i USA, euroområdet og Danmark. Figuren viser, at det aktuelle energiprisstød nåede husholdningerne med minimal forsinkelse: Fra februar til april steg forbrugerpriserne på brændstof med 28,4 pct. i USA (sæsonkorrigeret), med 17,3 pct. i euroområdet og med 16,4 pct. i Danmark.

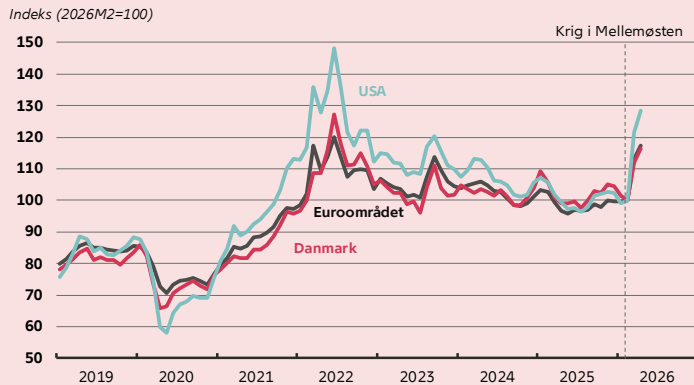
Sådanne prisstigninger er ikke ubetydelige. Inflationens samlede effekt på forbrugerpriserne afhænger imidlertid af brændstofudgifternes andel af det samlede forbrug. I USA, euroområdet og Danmark udgør denne andel mellem 2 og 4 pct. Stigninger i brændstofpriserne bidrog som følge heraf med 1,0 procentpoint til den samlede forbrugerpris-inflation i USA i april, med 0,9 procentpoint i euroområdet og med 0,4 procentpoint i Danmark, jf. figur 5b.

³ Se fx figur 5a. I Danmark udgør prisen på raffineret råolie i omegnen af halvdelen af den samlede forbrugerpris på hhv. benzin og diesel. I USA er andelen endnu større.

⁴ I Danmark udgør engrosprisen på gas omkring halvdelen af den endelige forbrugerpris, mens resten består af distributionsomkostninger, afgifter og tariffer. Variable gaskontrakter er mere udbredte i Danmark end i en række andre lande.

FIGUR 5A

Den direkte effekt af højere energipriser er tydeligt og hurtigt synlig i forbrugerprisen på brændstoffer

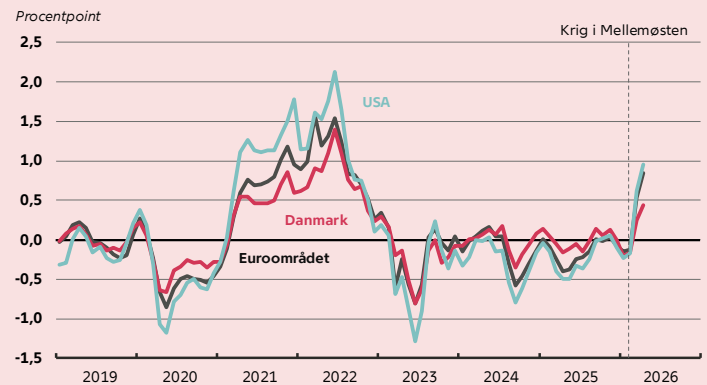


Anm.: Sæsonkorrigeret. For Danmark og euroområdet refererer brændstofprisindekset til COICOP-kategori 0722, som omfatter diesel, benzin, andre brændstoffer til personlige transportmidler samt smøremidler. For USA refererer brændstofprisindekset til SETB BLS-aggregatet, som består af benzin (alle typer) og andre motorbrændstoffer (fx diesel).

Kilde: Eurostat og U.S. Bureau of Labor Statistics.

FIGUR 5B

Bidraget til den overordnede inflation begrænses dog af forbrugsvægtene i husholdningernes samlede forbrugskurv



Anm.: For Danmark og euroområdet refererer brændstofprisindekset til COICOP-kategori 0722, som omfatter diesel, benzin, andre brændstoffer til personlige transportmidler samt smøremidler. For USA refererer brændstofprisindekset til SETB BLS-aggregatet, som består af benzin (alle typer) og andre motorbrændstoffer (fx diesel).

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

Den indirekte kanal er bredere og potentielt mere kraftig end den direkte kanal. Den indirekte kanal fanger, hvordan højere energipriser øger omkostningerne ved at producere og levere andre varer og tjenester. Når energi bliver dyrere, står virksomhederne over for højere produktionsomkostninger, fx i forbindelse med at køre maskiner, opvarme lokaler eller transportere varer, og disse omkostninger slår til sidst igennem i forbrugerpriserne.

For at vurdere den bredere effekt af olieprischokket fra krigen i Mellemøsten på forbrugerpriserne viser figur 6b svaret på spørgsmålet: "Hvad sker der med forbrugerpriserne, hvis oliepriserne følger det forløb, som spot- og futuresmarkederne indikerer?". Den anvendte metode til at besvare dette spørgsmål beror på følgende: Tidligere olieprischok som følge af OPEC's udmeldinger om ændringer i udbuddet af olie har hver efterladt et økonomisk aftryk. Ved at studere disse episoder kan vi estimere det typiske transmissionsmønster: Hvor meget og hvor hurtigt et givent olieprischok af en given størrelse slår igennem til forskellige forbrugerpriser. Vi tager derefter det specifikke olieprisforløb, som futuresmarkederne prissatte i midten af marts 2026 (se figur 6a), og anvender disse historiske transmissionsmønstre for at opnå et estimat af effekterne for forskellige forbrugerpriskategorier. Tilgangen bygger på Känzig (2021) og Antolín-Díaz, Petrella og Rubio-Ramírez (2021).⁵ Figur 6b viser

⁵ Lukningen af Hormuzstrædet er delvis en fysisk forstyrrelse af de aktuelle oliestrømme, hvilket rejser et berettiget spørgsmål om anvendeligheden af den tilgang, vi benytter her. Som forklaret i kapitel 1 og boks 1 afspejler oliepriserne på alle tidshorisonter imidlertid hele den forventede fremtidige forsyningssituation, og en dominerende transmissionskanal for enhver forsyningsforstyrrelse går derfor gennem denne forventningsmekanisme. Lukningen genererede øjeblikkelige og betydelige revisioner på tværs af futureskurven (se kapitel 1), delvis drevet af usikkerhed om varighed og afklaring, hvilket sætter sig via forventningskanalen. Geopolitiske forsyningsforstyrrelser af denne type fremtræder desuden som store nyhedsskock om olieforsyningen i den historiske dekomponering i Känzig (2021), hvilket understøtter tilgangen yderligere. Et forbehold er, at et chok, der kombinerer fysisk forstyrrelse med en nyhedskomponent, kan give noget større effekter end et rent nyhedsdrevet chok af tilsvarende umiddelbar størrelse, hvilket indebærer, at estimerne kan være konservative. De historiske chok, der er anvendt til at estimere transmissionsmønstrene, er også betydeligt mindre end det aktuelle, og store

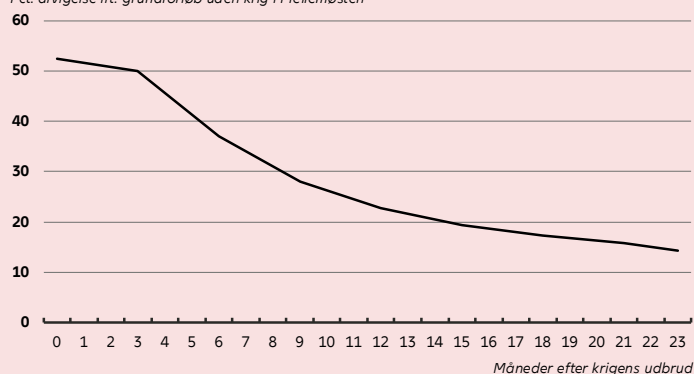
resultaterne. Transport, fødevarer og drikkevarer, boligrelaterede udgifter og restauranter hører til de kategorier, der reagerer kraftigst, men effekterne indtræffer med forskellig hastighed.⁶ En første central pointe er, at et olieprischok ikke kun rammer ét sted: Det breder sig ud over en bred vifte af forbrugerpriser. For det andet slår det igennem på forskellige tidspunkter, og den fulde effekt på den overordnede inflation opbygges gradvist og varer ved langt ud over den første stigning i prisen på råolie.

Et tredje resultat fra figur 6b er, at selv et vedvarende chok, der indledningsvis løfter oliepriserne med 50 pct., typisk ikke øger den samlede forbrugerprisindexinflation med mere end ca. 1 procentpoint. Det skyldes især et centralt forhold ved estimerne: De holder ikke resten af økonomien fast. I stedet lader de alle dele af økonomien, herunder pengepolitikken, reagere på olieprishokket, som de historisk har gjort.⁷ Effekterne i figur 6b afspejler derfor allerede den typiske reaktion fra centralbanker på stigende energipriser. Det har betydning for fortolkningen: Estimerne ser moderate ud til dels, fordi de forudsætter, at centralbankerne generelt set kontrollerer inflationen.⁸ Et vigtigt

FIGUR 6A

Forløbet for olieprisen, som spot- og futuresmarkederne indprisede i midt-marts 2026

Pct. afvigelse ift. grundforløb uden krig i Mellemøsten



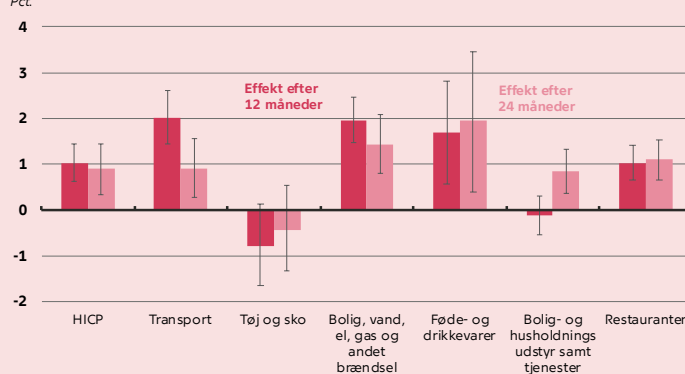
Anm.: Figuren viser olieprisstien (procentvise afvigelser fra baseline), der er anvendt i den strukturelle scenarieanalyse (figur 6b). Figuren viser spot- og futureskurven fra 16.-18. marts, den samme olieprissti som i hovedscenariet i Danmarks Nationalbank (2026). Det initiale stød er ændringen fra februar.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2026a) og egne beregninger.

FIGUR 6B

Effekten på danske forbrugerpriser i scenariet, hvor olieprisen følger spot- og futuresforløbet fra midt-marts 2026

Pct.



Anm.: Figuren viser en strukturel scenarieanalyse (Antolín-Díaz, Petrella og Rubio-Ramírez, 2021), der besvarer spørgsmålet: "Hvad sker der med de danske forbrugerpriser, hvis den reale oliepris følger forløbet i figur 6a?" Modellen bag den strukturelle scenarieanalyse er en blokeksogen SVAR-model baseret på Känzig (2021), udvidet med en dansk blok, der ikke påvirker amerikanske/internationale variable. Figuren viser reaktionen for en delmængde af HICP-indeksets hovedgrupper. Sorte lodrette streger viser 90 pct.-konfidensintervaller.

Kilde: Känzig (2021), Eurostat og egne beregninger.

chok kan sprede sig hurtigere og ramme hårdere: Transmissionsmekanismer kan være ikke-lineære, og det indebærer en ekstrapolation uden for de fleste observationers rækkevidde i stikprøven at anvende historisk estimerede koefficienter på et olieprischok af den aktuelle størrelse. På den anden side kan strukturelle forandringer, herunder elektrificering og udfasning af afhængigheden af fossile brændstoffer, dæmpe effekterne i forhold til de historiske gennemsnit.

⁶ Vi fortolker responsen i forbrugerprisen på restauranter som en afspejling af, at prisen på føde- og drikkevarer stiger.

⁷ Dette omfatter ligeledes effekterne på andre råvaremarkeder, og i den forstand fanger analysen også afsmittningseffekter fra de konsekvenser, et oliechok har for fx urea og nafta, idet chokket stammer fra oliemarkedet.

⁸ Energiprisstødet er grundlæggende et stød til de relative priser. Udbuddet af olie, gas og andre råvarer fra Mellemøsten er faldet, og derfor skal deres priser stige relativt til andre varer og tjenester. Om denne relative prisjustering fører til vedvarende højere samlet inflation, afhænger af pengepolitikken. En centralbank, der reagerer på stødet, kan forhindre, at den relative prisændring sætter sig i priserne mere bredt.

forbehold er, at det aktuelle chok, både hvad angår størrelse og forløb, adskiller sig fra de historiske chok, der er anvendt til at estimere transmissionsmønstrene. Store chok, som dem i 2022 og 2026, kan sprede sig hurtigere og slå hårdere igennem, fx som følge af ikke-lineære effekter.

Figur 1a og 1b i kapitel 1 indikerer, at chokket fra krigen i Mellemøsten er koncentreret omkring oliepriserne. Gaspriserne er dog også steget med omkring 40 pct. i forhold til niveauet før krigen, og inflationsstigningen i 2022 lærte os, at gaspriser, særligt i Europa, også virker gennem en yderligere og særligt kraftfuld indirekte kanal: Elpriserne. Når gaspriserne stiger, har elpriserne en tendens til at følge med som følge af den prisdannelsesmekanisme, der anvendes på de europæiske elmarkeder. Under denne mekanisme, det såkaldte merit order-system, fastsætter den marginale producent af elektricitet den pris, som alle producenter får for deres elektricitet. Hver gang gas anvendes til at producere den sidste enhed el, vil elprisen derfor følge gasprisen. I Danmark udgør el omkring 2,5 pct. af husholdningernes forbrug, hvilket gør denne kanal betydeligt mere virkningsfuld end den direkte effekt af gaspriserne.¹⁰ Der er dog væsentlige forhold der gør, at situationen i 2026 er anderledes end i 2022, hvilket vi beskriver i kapitel 3.

Indirekte effekter slår langsommere igennem på forbrugerpriserne, men de breder sig mere bredt ud over økonomien. Figur 7a følger to tidlige indikatorer for omkostningspres i priskæden: Det såkaldte Global Supply Chain Pressure Indeks, GSCPI, og producentprisindeks for euroområdet, USA og Danmark.¹¹ Begge indikatorer peger på øget pres. GSCPI steg til 1,82 i april, det højeste niveau siden sommeren 2022 og et godt stykke over det langsigtede gennemsnit på nul, hvilket indikerer, at de globale forsyningskæder kan være under fornyet pres. Producentpriserne i industrien bekræfter billedet: I april nåede den årlige inflation op på 9,1 pct. i USA og 4,6 pct. i Danmark, mens den i euroområdet var oppe på 2,6 pct. i marts.¹² Samlet er der altså indikation på, at et omkostningspres er under opbygning tidligt i priskæden.¹³

Om disse pres vil og er begyndt at slå igennem til forbrugerpriserne mere bredt er et separat spørgsmål. Figur 7b belyser dette ved at vise andelen af priskategorier, der bidrager positivt til kerneinflationen – et mål for, hvor bredt prisstigningerne spreder sig ud over energi. Svaret er indtil videre: ikke endnu. I euroområdet og Danmark ligger diffusionsmålene tæt på niveauerne fra før krigen, på henholdsvis ca. 74 og 69 pct. I USA har målet haft en opadgående tendens gennem 2025, men april-tallet er afdæmpet i forhold til den tendens. Ifølge denne indikator er omfanget af forbrugerprisstigningerne således stadig begrænset p.t., men det er en central indikator at følge, efterhånden som prispres arbejder sig igennem økonomien.

¹⁰ For flere detaljer om effekten af stød til gaspriserne se bl.a. Adolfsen m.fl. (2024).

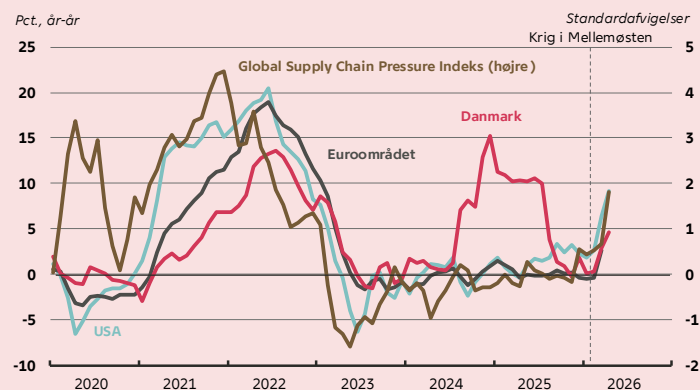
¹¹ For flere detaljer om GSCPI se Benigno et al (2022).

¹² Det danske producentprisindeks steg betydeligt i løbet af 2024, hvilket i høj grad afspejler prisudviklingen i medicinalindustrien. Det har ikke været muligt at rense indekset for denne effekt. Prisudviklingen i medicinalindustrien smitter ikke i væsentlig grad af på de samlede forbrugerpriser i Danmark.

¹³ Sammenhængen mellem PPI og CPI varierer på tværs af lande. I USA er den historiske sammenhæng relativt svag og sektorspecifik (Yilmazkuday, 2024; Williams, 2024). I euroområdet synes sammenhængen at have været mere tydelig i de seneste år, særligt under energi- og udbudschokket i 2021-23, omend gennemslaget fortsat svækkes ned gennem forsyningskæden (Rubene, 2023). I Danmark opererer sammenhængen primært gennem importerede varer, energi og fødevarer, hvilket afspejler, at Danmark er en lille åben økonomi med et fastkursregime over for euroen. Danske studier peger på et begrænset bredt gennemslag til CPI, men stærkere omkostningsgennemslag i producentpriserne (Dedola m.fl., 2021).

FIGUR 7A

Stressindikatoren for globale forsyningskæder og producentprisindeks indikerer et øget pres ...

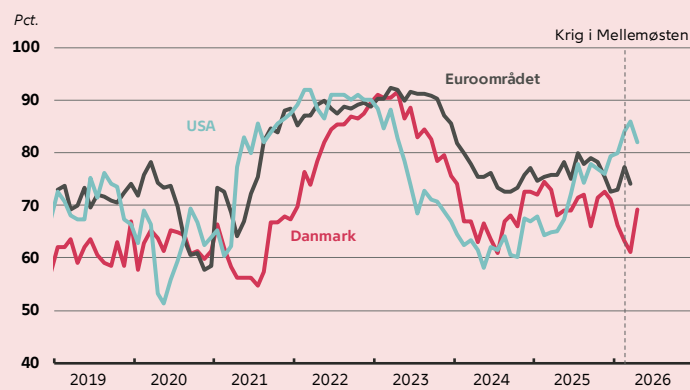


Anm.: Figuren viser år-år-ændringen i producentprisindekset i fremstillingsindustrien (venstre akse) og indekset for global forsyningskædepres (GSCPI, højre akse). GSCPI angiver standardafvigelser fra gennemsnittet (normaliseret til nul).

Kilde: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics og Federal Reserve Bank of New York.

FIGUR 7B

... men diffusionsmålet for kerneinflationen viser, at presset endnu ikke har ramt forbrugerpriserne bredt



Anm.: Diffusionsmålet angiver, i pct., hvor mange kategorier i indekset for kerneinflationen der stiger (år-år).

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

Andenrundseffekter er den sidste af de tre ovennævnte kanaler, hvorigennem et energiprisstød ofte anses for at påvirke forbrugerpriserne. Når energipriserne bredt øger omkostningerne i hele økonomien, herunder både forbrugerpriser og virksomhedernes produktionsomkostninger, begynder virksomheder og lønmodtagere at tilpasse sig. Virksomhederne kan hæve priserne yderligere for at beskytte deres marginer, mens lønmodtagerne kan kræve højere løn for at bevare købekraften. Det kan potentielt udløse det, der undertiden betegnes en profit-løn-pris-spiral.¹⁴ Disse effekter viser sig typisk med en vis forsinkelse i forhold til de direkte og indirekte kanaler, men når de først slår igennem, kan de holde inflationen forhøjet længe efter, at det oprindelige stød er ebbet ud. Sådanne bredere tilpasninger kan ske via forventninger om mere generelle prisstigninger. Styrken af andenrundseffekterne afhænger også af efterspørgselsforholdene og erindringer om tidligere episoder med høj inflation. Når efterspørgslen er stærk, er virksomhederne bedre i stand til at overvælde højere omkostninger på forbrugerne, og lønmodtagerne vil oftere søge kompensation for stigende leveomkostninger. Når efterspørgslen er svag, har virksomhederne mindre prissætningsmagt, hvilket reducerer risikoen for, at stødets effekter bliver selvforstærkende (se fx Harr og Henderson, 2024).

For at overvåge risikoen for andenrunde effekter anvendes forbrugernes inflationsforventninger ofte som et centralt nøgletal.¹⁵ Figur 8a og 8b viser forbrugernes inflationsforventninger henholdsvis ét år og tre år frem. Figur 8a viser en ikke ubetydelig stigning i de etårige inflationsforventninger i euroområdet, USA og Danmark i marts og april. De treårige

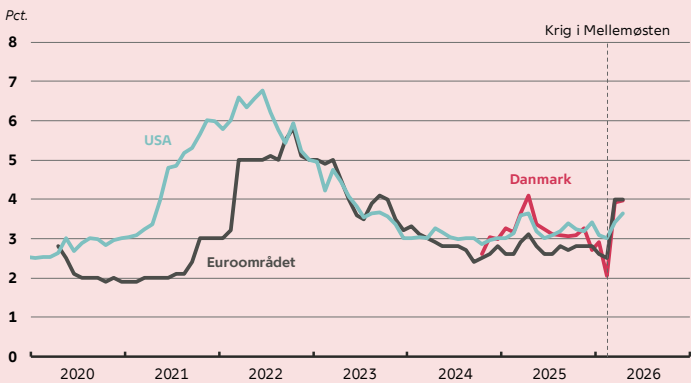
¹⁴ Se bl.a. Danmarks Nationalbank (2023) for uddybende forklaring og Spange og Weissert (2023) for illustrative eksempler, herunder også forskellen på en situation, hvor der opstår et skred i inflationsforventninger og en situation hvor træghed i pris-, løn-, og profitdannelse kan ligne en profit-løn-pris-spiral.

¹⁵ Virksomheder, der forventer højere inflation, kan hæve priserne på forhånd, navnlig hvis de forventer højere omkostninger eller højere priser hos konkurrenterne. Arbejdere, der forventer højere inflation, kan kræve højere løn, hvilket øger virksomhedernes omkostninger og igen slår igennem på priserne. Hvis der sker et skred i forankringen af forventningerne, kan løn- og prisdannelsen skabe en selvforstærkende dynamik med stigende inflation, se fx Coibion og Gorodnichenko (2015).

inflationsforventninger steg ligeledes i euroområdet, mens stigningen var mere beskednen i USA og forblev tæt på niveauet fra før krigen i Danmark. Figur 8a og 8b peger således på, at energiprisstødet muligvis kan føre til kortsigtede stigninger i inflationen, mens de mellemfristede forventninger foreløbig er mere fastforankrede. Denne forankring er vigtig, og centralbankerne vil være opmærksomme på tegn på, at højere inflationsforventninger smitter af på løn- og prisdannelse. Pengepolitikken vil sigte mod at reducere risikoen for en profit-løn-pris-spiral og understøtte stabilisering af inflationen på mellemlangt sigt. Den rette reaktion afhænger af, om stødets virkning er begrænset til en relativ prisomstilling, eller om det begynder at påvirke den bredere løn- og prisdannelse. Fastforankrede forventninger og afdæmpet efterspørgsel gør det lettere at se igennem de direkte og indirekte effekter, mens stærkere efterspørgsel, bredere prisstigninger eller stigende forventninger ville styrke argumentet for en strammere pengepolitisk reaktion.

FIGUR 8A

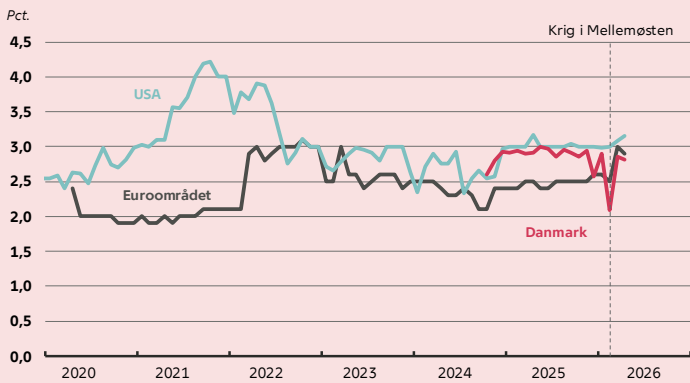
**Husholdningernes forventninger
til inflationen om ét år er taget til ...**



Anm.: Alle serier er medianer.
Kilde: Danmarks Nationalbank, European Central Bank og Federal Reserve Bank of New York.

FIGUR 8B

**... men husholdningernes forventninger
til inflationen om tre år stadig er forankrede**



Anm.: Alle serier er medianer.
Kilde: Danmarks Nationalbank, European Central Bank og Federal Reserve Bank of New York.

03

Fire årsager til, at 2026 er anderledes end 2022

Det negative energiudbudsstød i kølvandet på krigen i Mellemøsten kommer kun fire år efter, at Ruslands invasion af Ukraine udløste et tilsvarende negativt energistød, som bidrog til den højeste inflation i 40 år i USA, euroområdet og Danmark.¹⁶

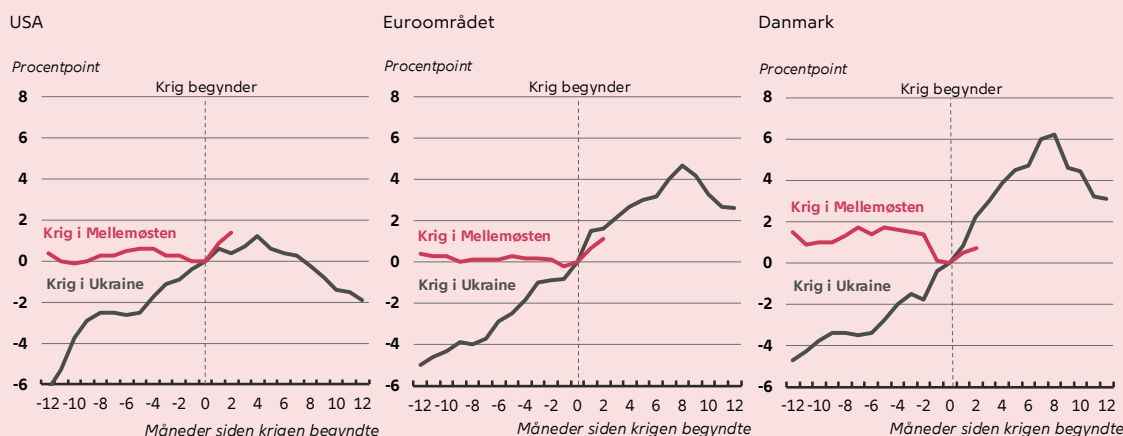
Man kan anføre, at erindringer om den seneste periode med meget høj inflation kan gøre virksomheder hurtigere til at hæve priserne, og arbejdstagere mere tilbøjelige til at kræve højere løn. Hertil kommer, at den geoøkonomiske fragmentering kan være større i dag end for fire år siden, hvilket også kan bidrage til inflationspresset. Ikke desto mindre peger vores vurdering af chokket fra krigen i Mellemøsten og den aktuelle økonomiske situation på mindst fire vigtige årsager til, at inflationsudsigterne er anderledes nu sammenlignet med 2022.

Årsag 1: Inflationen var allerede på vej op i 2022

Da Rusland invaderede Ukraine i marts 2022 og forårsagede et kraftigt chok på råvaremarkederne, var inflationen allerede under pres fra en række tidligere chok, herunder både nedlukningen og genåbningen af verdens økonomier under covid-19-pandemien samt en meget ekspansiv finanspolitik, navnlig i USA. Figur 9 illustrerer denne forskel i udgangspunkterne ved at vise den årlige inflation i Danmark, euroområdet og USA omkring udbruddet af henholdsvis

FIGUR 9

År-år-inflationen relativt til før-krigsniveauer



Anm.: Figurene viser år-år-inflationen normaliseret til 0 på det tidspunkt hvor krigen i hhv. Ukraine og Mellemøsten brød ud.
Kilde: Eurostat og the U.S. Bureau of Labor Statistics.

¹⁶ Se Harr og Spange (2023) og Harr og Henderson (2024) for uddybende forklaringer på drivkræfterne bag inflationsstigningen i 2022.

krigen i Ukraine og krigen i Mellemøsten. Forud for krigen i Ukraine var inflationen allerede stigende, hvilket afspejler akkumulerede effekter af forudløbende chok. Derimod var inflationen bredt set stabil inden krigen i Mellemøsten. Det er afgørende, fordi energichokket i 2022 ramte en økonomi, hvor inflationspresset allerede var under opbygning, mens det aktuelle chok hidtil er indtruffet på en mere afdæmpet inflationsbaggrund.

Årsag 2: Europa oplevede et kraftigt gas- og elprischok i 2022, mens chokket denne gang umiddelbart virker mindre

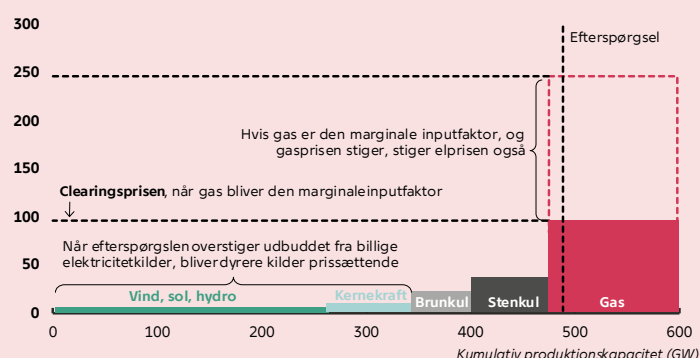
2022 var på mange måder en perfekt storm. Ruslands invasion af Ukraine fik gaspriserne til at stige med ca. 80 pct. i marts i forhold til februar, og på toppen i august var gaspriserne 160 pct. højere, jf. figur 1. Samtidig faldt elproduktionen fra både kernekraft og vandkraft i Europa markant i 2022. Via merit order-systemet, nævnt i kapitel 2, pressede dette elpriserne tættere på gasmarginalen, se figur 10A. Som følge heraf steg elpriserne kraftigt sammen med gaspriserne.¹⁷

Denne gang er gaspriserne langt fra steget så meget som i 2022, og billig elproduktion har i højere grad været tilgængelig. Elpriserne er derfor ikke steget siden krigen i Mellemøsten, jf. figur 10B.

FIGUR 10A

Merit order-systemet medfører, at den sidste leverandør af elektricitet er prissættende

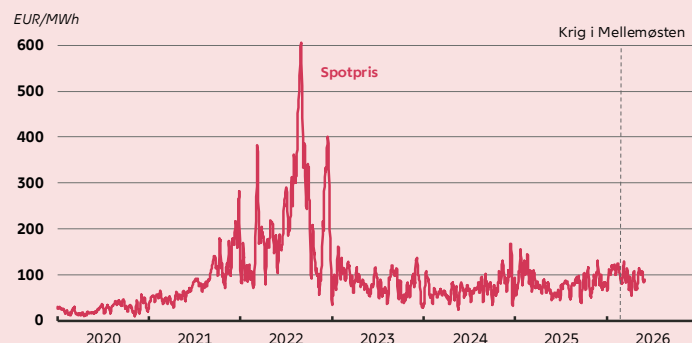
Marginalomkostningen ved elproduktion (EUR/MWh)



Anm.: Illustrativt eksempel.
Kilde: Forfatterens egen illustration.

FIGUR 10B

Elpriserne steg kraftigt i 2022, men er indtil videre ikke steget i 2026



Anm.: Figuren viser et 7-dages glidende gennemsnit af spotprisen for elektricitet i Danmark (gennemsnit over Øst- og Vestdanmark). Sidste observation er fra d. 29. maj 2026.
Kilde: Nord Pool.

Årsag 3: Pengepolitikken var lempelig i 2021 og 2022, hvilket ikke er tilfældet nu

Den amerikanske centralbank, Fed, Den Europæiske Centralbank, ECB, og Danmarks Nationalbank vurderede alle pengepolitikken som lempelig i slutningen af 2021 og begyndelsen af 2022.¹⁸ I april 2026 vurderede Fed derimod pengepolitikken til at befinde sig i den øvre ende af det neutrale interval eller måske som svagt restriktiv. Tilsvarende vurderede ECB og Danmarks

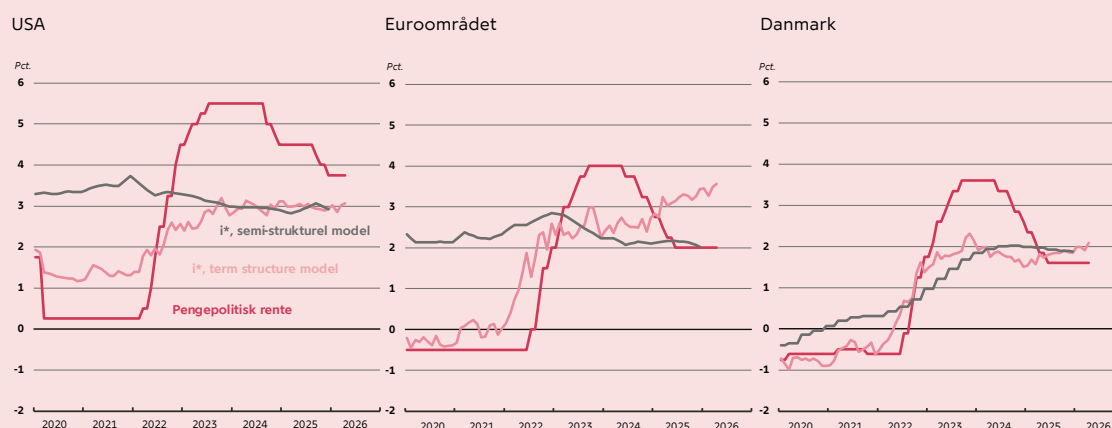
¹⁷ Kernekraftproduktionen fra de 27 medlemslande i EU faldt til 609 TWh i 2022, 17 pct. under niveauet i 2021. Vandkraftproduktionen faldt til 276 TWh, et fald på 21 pct. fra 2021. Kilde: Our World in Data.

¹⁸ Se fx Minutes of the Federal Open Market Committee, 25.-26. januar 2022, og ECB Monetary Policy decision 3. februar 2022.

Nationalbank pengepolitikken som bredt set neutral i marts 2026.¹⁹ Mål for den pengepolitisk strammingsgrad, såsom forskellen mellem den pengepolitiske rente og skøn over den neutrale rente, bekræfter, at pengepolitikken i USA, euroområdet og Danmark var lempelig i 2021 og begyndelsen af 2022, mens den nu er tættere på neutral, se også figur 11.²⁰ En lempelig pengepolitik bidrog dermed sandsynligvis til højere inflation i USA, euroområdet og Danmark i 2021 og dele af 2022, hvilket i mindre grad ventes at være tilfældet i 2026.

FIGUR 11

Pengepolitikken var mere lempelig i 2021 og 2022 end nu



Anm.: Figurene for euroområdet og USA viser de respektive pengepolitiske renter (rød). Figuren for Danmark viser Danmarks Nationalbanks indskudsbevisrente (rød). Estimatene for den neutrale pengepolitiske rente er baseret på to forskellige modeller, som beskrives i Hetland m.fl. (2023). Estimatene er forbundet med betydelig usikkerhed. Det seneste datapunkt er april 2026 for term structure-modellen, 4. kvartal 2025 for den semi-strukturelle model og april 2026 for den pengepolitiske rente.

Kilde: LSEG Workspace, San Francisco Federal Reserve, New York Federal Reserve Bank og Danmarks Nationalbank.

Årsag 4: Privatforbruget var stærkt i 2021 og 2022, sammenfaldende med at der var forsyningskrise, mens det er svagere nu

I kølvandet på nedlukningerne under covid-19-pandemien steg privatforbruget kraftigt, i takt med at økonomierne verden over blev genåbnet. Efter et kraftigt fald i foråret 2020 rettede det reale private forbrug sig hurtigt og oversteg de niveauer, der var gældende inden covid-19, i USA allerede i marts 2021. Selv i euroområdet, hvor efterspørgslen var svagere end i USA, voksede det private forbrug med gennemsnitligt 1,7 pct. pr. kvartal i 2021. Situationen i dag er meget anderledes: Forbrugertilliden er tæt på rekordlave niveauer på tværs af lande, og det private forbrug er fortsat overraskende svagt (se fx Klein m.fl., 2026). Det svagere efterspørgselsbillede reducerer også risikoen for andenrunde effekter, da virksomhederne har mindre mulighed for at vælte højere omkostninger over på forbrugerne end i en situation med stærkere efterspørgsel og højere kapacitetspres (se fx Harr og Henderson, 2024).

¹⁹ Se blandt andet Jerome Powell's pressemøde 29. april 2026, Lagarde (2026) og Danmarks Nationalbank (2026b).

²⁰ Disse mål er forbundet med stor usikkerhed, og vi lægger derfor vægt på centralbankernes egne vurderinger.

04

Bemærkninger til økonomisk politik og konklusion

Krigen i Mellemøsten har udløst et stort chok på de globale energimarkeder. Efter en periode med forstyrrede prissignaler og høj usikkerhed ser markedspriserne nu ud til at være stabiliseret på forhøjede niveauer, der er mere i overensstemmelse med forholdene på de fysiske markeder. Forbrugerpriserne på brændstof er steget hurtigt på tværs af mange lande, hvilket viser, hvor hurtigt den direkte kanal når frem til forbrugerpriserne. Det globale forsyningskædepres og producentpriserne er også steget, hvilket tyder på, at bredere forbrugerprispress kan følge via den indirekte kanal. Centralbankerne holder nøje øje med potentielle andenrundevirkninger og med, om de mellemsigtede inflationsforventninger forbliver forankrede, og vil sikre prisstabiliteten på mellemlang sigt. Der er mindst fire årsager til, at inflationsudsigterne ser anderledes ud nu i forhold til 2022. Inflationen var stabil, da krigen brød ud, gas-til-el-kanalen er svagere denne gang, pengepolitikken er ikke lempelig, og det private forbrug er afdæmpet. Usikkerheden er dog fortsat ekstraordinært høj, og nye chok kan ændre udsigterne. Hvis energipriserne forbliver forhøjede i længere tid end aktuelt antaget, vil den kumulative effekt på forbrugerpriserne være større, og risikoen for, at højere omkostninger breder sig til pris- og løndannelsen mere generelt, vil stige.

Siden krigen i Mellemøsten brød ud, har store internationale organisationer og centralbanker, herunder IMF, OECD og ECB, præsenteret både et baselinescenarie og risikoscenarier i deres beskrivelser af de økonomiske udsigter. Det er en fornuftig tilgang i en situation med ekstraordinær høj usikkerhed, da det er med til at sikre, at politikbeslutninger og -anbefalinger er så robuste som muligt på tværs af forskellige scenarier. Danmarks Nationalbank har gjort det samme. I marts præsenterede vi i vores prognose for dansk økonomi vores baseline-prognose og et risikoscenarie, hvor Hormuzstrædet forbliver lukket i længere tid, og priserne på olie og gas stiger til højere niveauer og forbliver forhøjede i længere tid end i baseline-scenariet. Vores prognoser var baseret på futurespriser i midten af marts. For øjeblikket ligger futurespriser på olie og gas tæt på niveauerne fra midten af marts, men stadig under niveauerne i vores risikoscenarie. Danmarks Nationalbank præsenterer en ny prognose til september.

Verdensudbuddet af olie, gas og andre råvarer fra Mellemøsten er faldet, og ingen politik kan ændre det forhold. Husholdninger og virksomheder vil mærke presset uanset hvad. En central lærdom fra 2022 er, at regeringer vil komme under pres for at skærme virksomheder og forbrugere. Men politiske indgreb, der holder energipriserne nede, risikerer at gøre mere skade end gavn. Højere priser signalerer knaphed og tilskynder husholdninger og virksomheder til at reducere energiforbruget. Tiltag, der svækker dette signal, fx brede subsidier, skattelettelser eller prislofter, fastholder efterspørgslen efter råvarer, der er fysisk knappe. Sådanne politikker er desuden omkostningsfulde og, som erfaringerne fra 2022 viste, svære at rulle tilbage, når de først er indført. I euroområdet nåede den diskretionære finanspolitiske støtte op på ca. 1,9 pct. af BNP i 2022 og 1,8 pct. i 2023 (Checherita-Westphal og Dorrucchi, 2023), en stor

del heraf via prisundertrykkende foranstaltninger, som regeringerne fandt det vanskeligt at afvikle.²¹

Hvis der er et politisk ønske om og vilje til at afskærme husholdningerne, er midlertidige engangsoverførsler målrettet lavindkomsthusstande, der er særligt sårbare over for energiprisstigninger, mere hensigtsmæssige på kort sigt. De afbøder udhulingen af købekraften, samtidig med at prissignalet, der tilskynder til lavere energiforbrug, bevares. For Danmarks vedkommende anbefaler Danmarks Nationalbank, at tiltag, der øger kapacitetspresset, matches af tiltag, der reducerer det. Endelig bør dette kun iværksættes i ekstraordinære situationer, så incitamentet til at skifte væk fra de pågældende energikilder ikke svækkes. På længere sigt er overgangen til billigere og mere klimavenlige energiformer den holdbare løsning.

²¹ En senere ECB-opdatering bemærker, at de finanspolitiske omkostninger faldt fra 1,8 pct. af BNP i 2022 til 1,3 pct. i 2023, og at de fleste foranstaltninger forventes at udløbe i løbet af 2024-25. Opdateringen understreger betydningen af at rulle brede foranstaltninger tilbage, i takt med at forholdene normaliseres, og, hvis der fortsat er behov for støtte, skifte til mere målrettede instrumenter (Ferdinandusse og Delgado-Téllez, 2024, s. 1-4; *ECB Economic Bulletin*, nr. 1/2024).

Litteratur

Adolfson, Jakob Feveille, Massimo Ferrari Minesso, Jente Ester Mork og Ine Van Robays (2024), Gas price shocks and euro area inflation, *Journal of International Money and Finance*, vol. 149.

Anderson, Malin, Christina Checherita-Westphal, Antonio Dias Da Silva og Michel Saudan (2024), The post-pandemic recovery – why is the euro area growing more slowly than the US, *ECB Economic Bulletin*, 4/2024.

Antolin-Diaz, Juan, Ivan Petrella og Juan F. Rubio-Ramirez (2021), Structural scenario analysis with SVARs, *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, side 798-815.

Benigno, Gianluca, Julian di Giovanni, Jan J. J. Groen og Adam I. Noble (2022), The GSCPI: a new barometer of global supply chain pressures, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, nr. 1017.

Checherita-Westphal og Ettore Dorrucci (2023), Update on euro area fiscal policy response to the energy crisis and high inflation, *ECB Economic Bulletin*, 2/2023.

Coibion, Olivier og Yuriy Gorodnichenko (2015), Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation, *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7(1), side 197-232.

Fama, Eugene F. og Kenneth R. French (1987), Commodity Futures Prices: Some Evidence on Forecast Power, Premiums, and the Theory of Storage, *The Journal of Business*, vol. 60(1), side 55-73.

Danmarks Nationalbank (2023), Faldende men fortsat høj inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 4, marts.

Danmarks Nationalbank (2026a), Robust dansk økonomi i et usikkert globalt landskab, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 5, marts.

Danmarks Nationalbank (2026b), Fornyet global usikkerhed og neutral pengepolitik, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 3, marts.

Dedola, Luca, M.S. Kristoffersen og Gabriel Zuellig, The extensive and intensive margin of price adjustment to cost shocks: Evidence from Danish multiproduct firms, *Danmarks Nationalbank Working Paper, Mimeo, Den europæiske Centralbank*.

Domash, Alex og Lawrence H. Summers, (2022), A labour market view on the risk of a hard US landing, *Journal of Policy Modeling*, vol. 44(4), side 758-767.

Hetland, S. T., M.M. Ingholt, R.B. Larsen og M. Spange (2023), Realrenter i lyset af inflation og højere offentlig gæld, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 2, februar.

Faccini, Renato, Leonardo Melosi og Russell Miles (2022), The Effects of the "Great Resignation" on Labor Market Slack and Inflation, *Chicago Fed Letter*, Federal Reserve Bank of Chicago, nr. 465, side 1-7.

Harr, Thomas og Callum Henderson (2024), *The Great Inflation Resurgence*, Palgrave Macmillan.

Harr, Thomas og Morten Spange (2024), Inflation – why did it rise and what are the drivers ahead?, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 3, februar.

Klein, Asbjørn, Andreas Kuchler, Emil Holst Partsch og Morten Spange (2026), Det vedvarende fald i forbrugskvoten, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 4, marts.

Känzig, Diego R. (2021), The Macroeconomic Effects of Oil Supply News. Evidence from OPEC Announcements, *American Economic Review*, vol. 111(4), side 1092-1125.

Lagarde, Christine (2026), *The energy shock: where we stand and what we need to know*, april.

Rubene, Ieva (2023), Indicators for producer price pressures in consumer goods inflation, *ECB Economic Bulletin*, Issue 3/2023.

Spange, Morten og Christoffer J. Weissert (2023), Virksomhedernes indtjening og inflation, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 10, september.

Williams, C. J. M. (2024), Do Producer Prices Lead Consumer Prices? A Replication, and Extension Under Data Revisions, *New York Economic Review*, vol. 54.

Yilmazkuday, H. (2024), Pass-through of shocks into different U.S. prices, *Review of International Economics*, vol. 32(3), side 1300–1315.

Publikationer



ANALYSE

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



STAFF PAPER

Staff Papers giver indblik i det analysearbejde, som Nationalbankens ansatte er i gang med. Staff Papers indeholder fx baggrundsanalyser og metodebeskrivelser. De henvender sig primært til dig, der i forvejen har kendskab til økonomiske og finansielle analyser. De konklusioner, der udtrykkes i Staff Papers, er forfatterens egne og skal ikke opfattes som Nationalbankens holdning.



WORKING PAPER

Working Papers præsenterer forskningsarbejde fra både ansatte i Nationalbanken og vores samarbejdspartnere. Working papers henvender sig primært til dig, som er fagperson, og til dig med interesse for forskning inden for centralbankvirksomhed samt økonomi og finans i bredere forstand. De konklusioner, der udtrykkes i Working Papers, er forfatterens egne og skal ikke opfattes som Nationalbankens holdning.



NYT

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

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



STATISTIKNYHED

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



RAPPORT

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

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

Redaktionen er afsluttet 26. maj 2026



**DANMARKS
NATIONALBANK**