

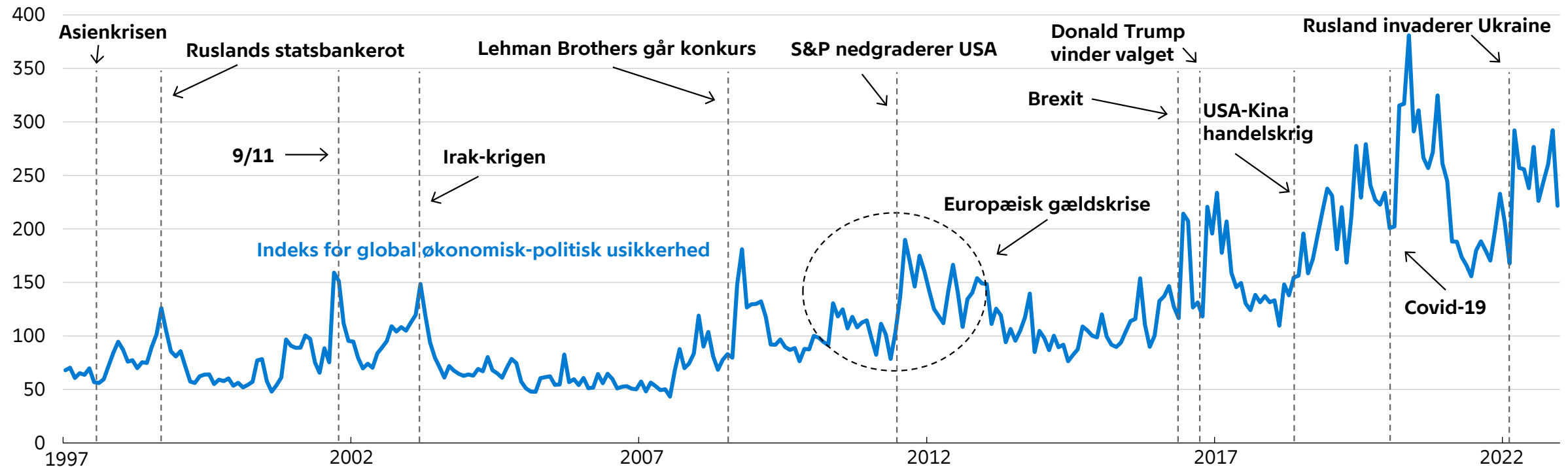
DANMARKS
NATIONALBANK

Makroøkonomisk volatilitet og udsigterne for vækst, inflation og realrenter

Thomas Harr, vicedirektør og cheføkonom, Danmarks Nationalbank
23. marts 2023

Den globale økonomisk-politiske usikkerhed er steget siden finanskrisen

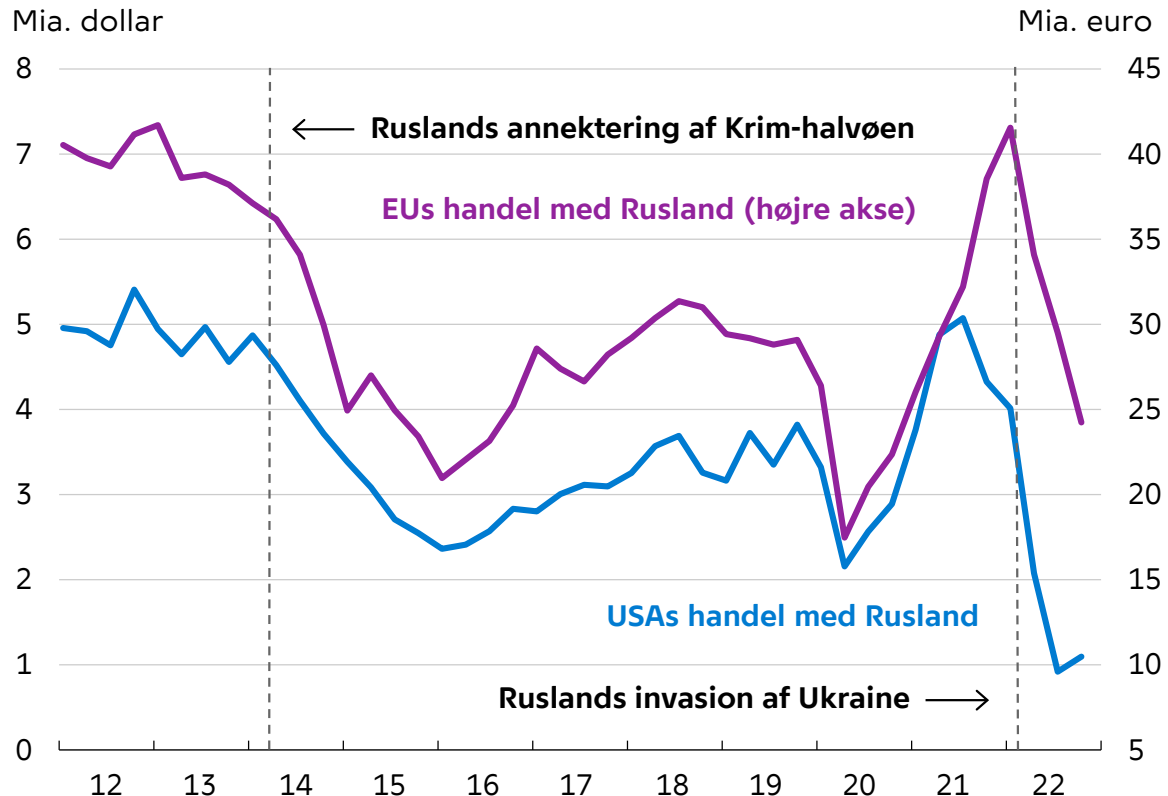
Indeks, januar 2010 = 100



Anm.: Indekset er et BNP-vægtet gennemsnit af nationale indeks for økonomisk-politisk usikkerhed.
Kilde: Baker, Bloom og Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty", The Quarterly Journal of Economics (2016) via Bloomberg.

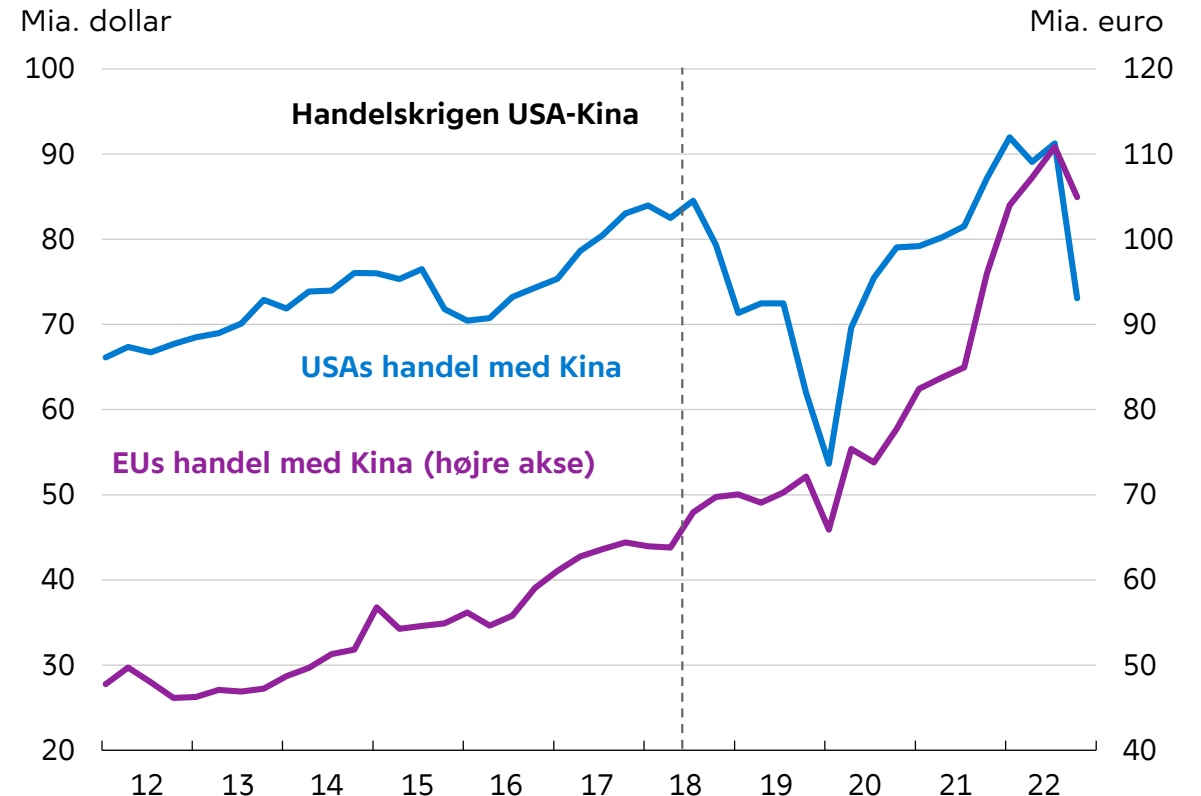
Stigende økonomisk-politisk usikkerhed kan føre til geoøkonomisk fragmentering

Vestens handel med Rusland er faldet kraftigt siden krigen i Ukraine



Anm.: Handlen med Rusland er konstrueret som gennemsnit af eksport og import.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

USA's samhandel med Kina er stagneret, siden handelskonflikten startede, mens EU's handel med Kina er vokset kraftigt

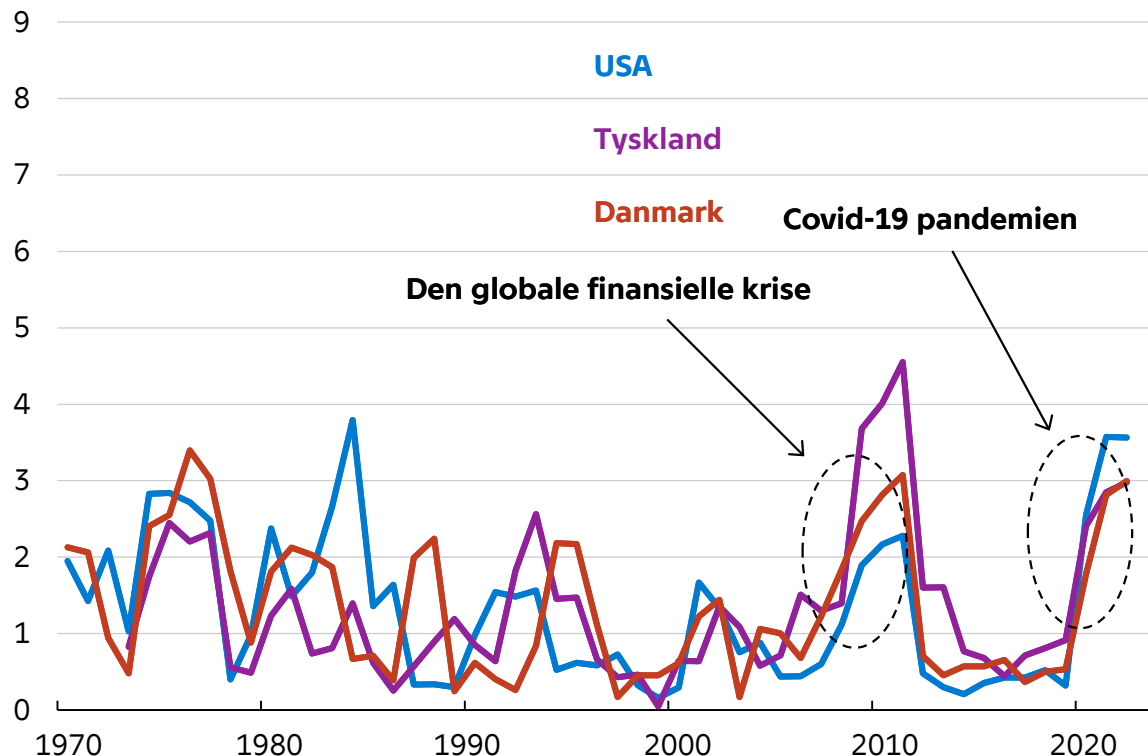


Anm.: Handlen med Kina er konstrueret som gennemsnit af eksport og import.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Den makroøkonomiske volatilitet er steget i de seneste år

Kraftige vækstudsving under pandemien

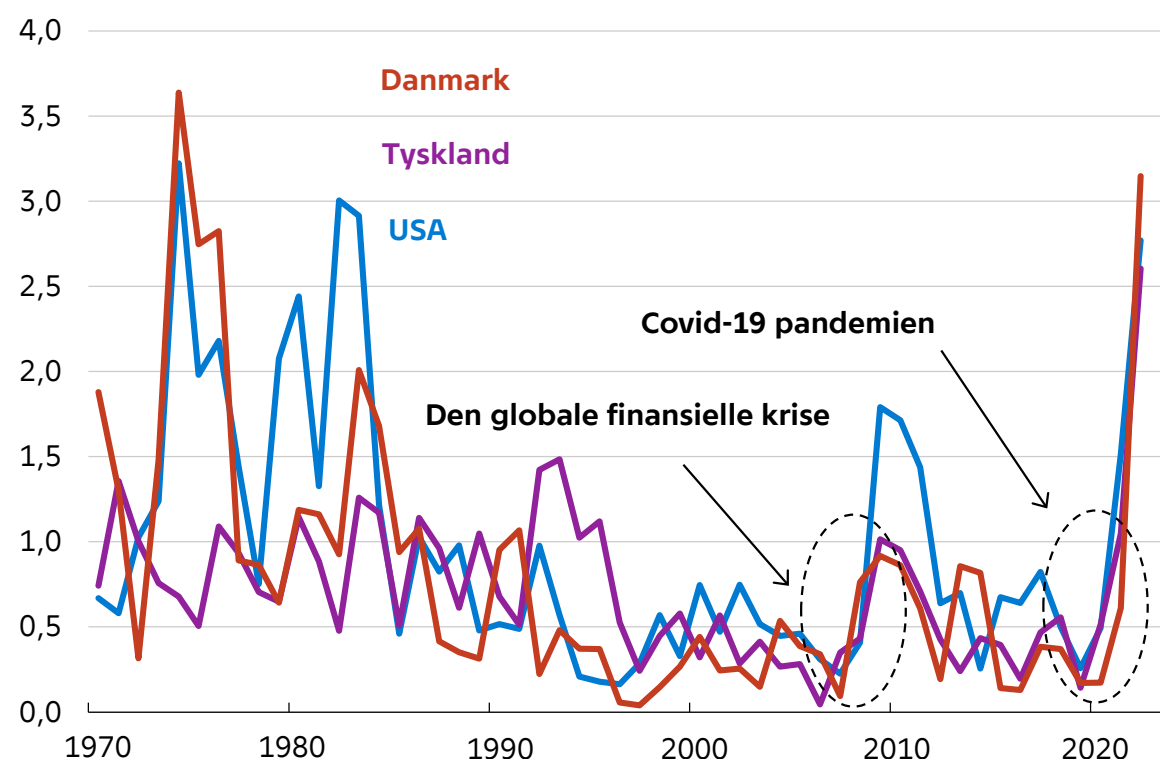
Standardafvigelse på BNP-vækst, 3-års rullende periode



Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik og Statistisches Bundesamt.

Inflationsvolatiliteten kom i kølvandet på pandemien og krigen

Standardafvigelse på CPI-inflation, 3-års rullende periode

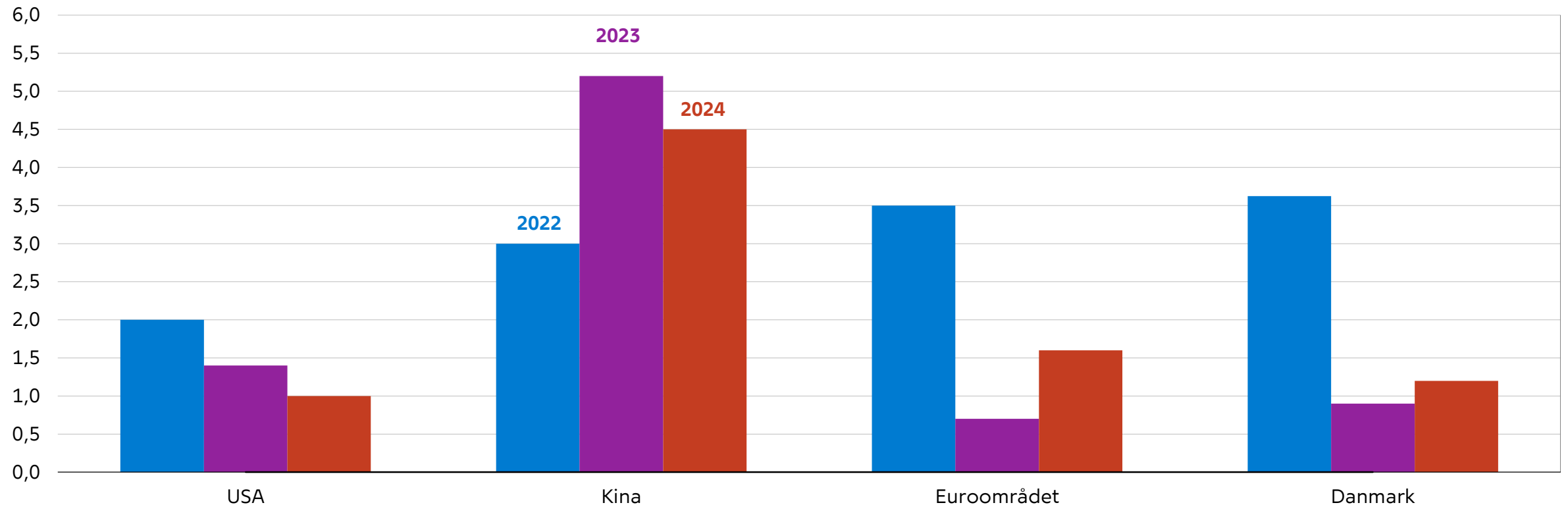


Kilde: Macrobond og Statistisches Bundesamt.

Svagere vækst i USA, euroområdet og Danmark i de kommende år ...

Svagere vækst i Vesten i de kommende år, men kraftigere vækst i Kina

Prognose for reelt BNP-vækst, pct. år-år

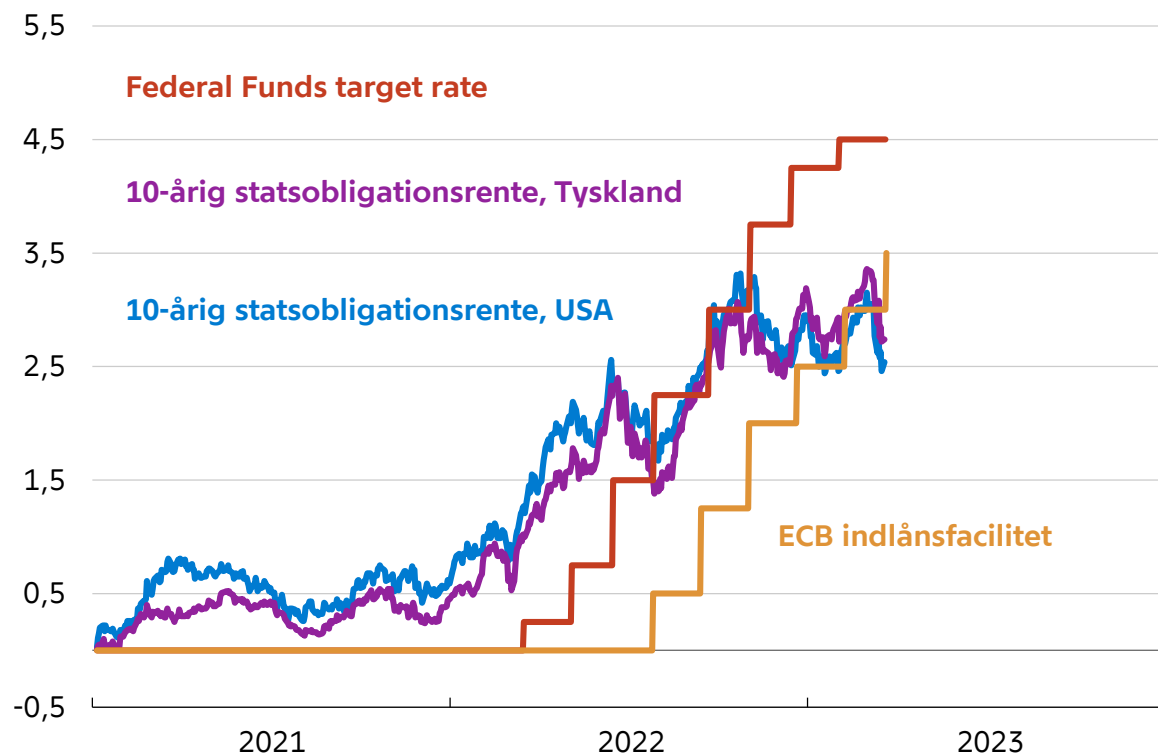


Kilde: Danmarks Nationalbank, Udsigter for Dansk økonomi, marts 2023, og IMF World Economic Outlook, januar 2023.

... drevet af højere renter og pengepolitiske stramninger

Kraftig stigning i internationale markeds- og pengepolitiske renter

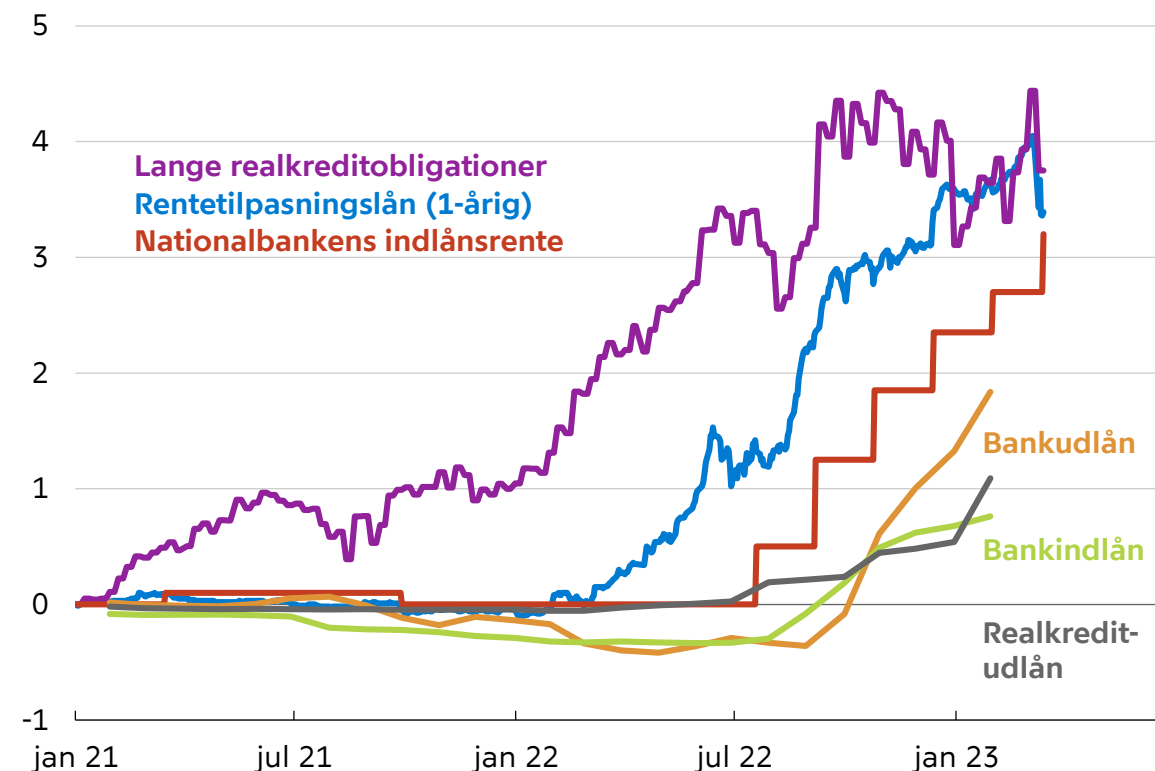
Ændring siden 4. januar 2021, procentpoint



Kilde: Macrobond.

I Danmark steg de lange markedsrenter også før de pengepolitiske renter, mens renter på udestående lån og indlån steg efter

Ændring siden 4. januar 2021, procentpoint

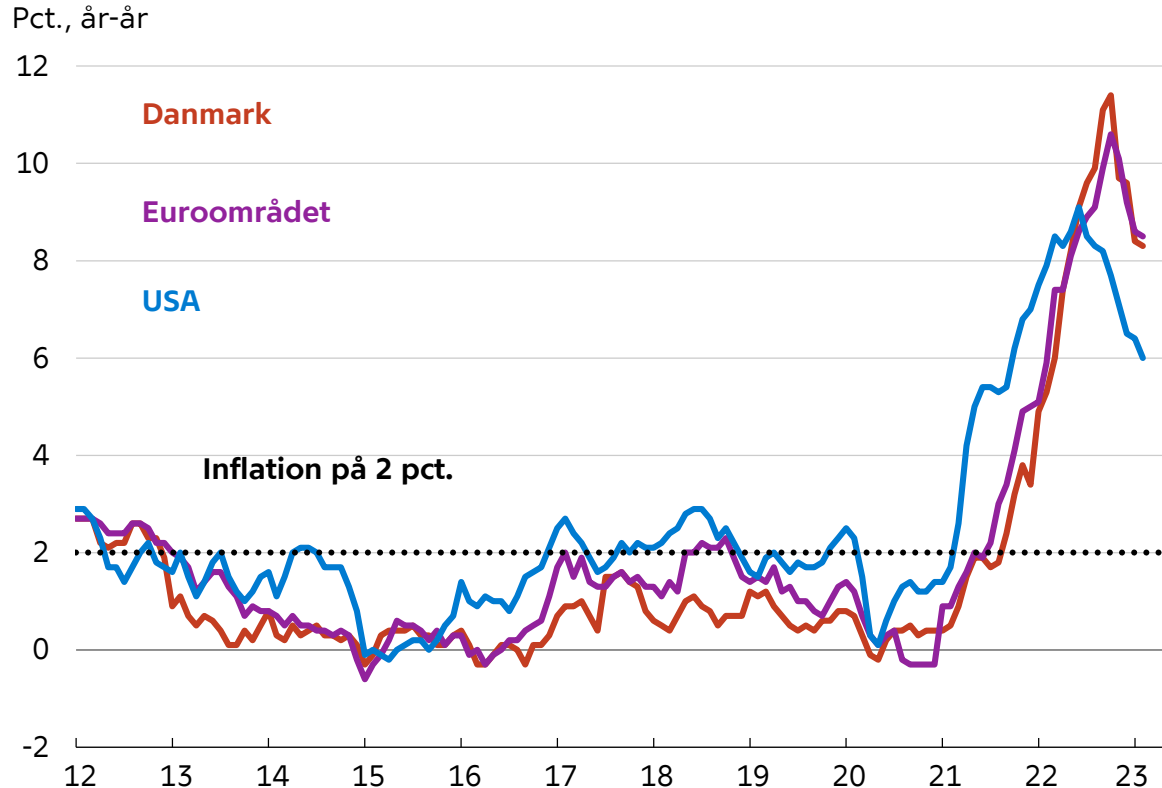


Anm.: Renten på lange realkreditobligationer er en gennemsnitsrente på udstedelser. Renten på rentetilpasningslån er estimerede par-renter. Renterne på bankernes ind- og udlån og udestående realkreditudlån er et gennemsnit af renterne over for husholdninger og ikke-finansielle virksomheder og er kun tilgængelige på månedsbasis.

Kilde: Finans Danmark, Nordea Analytics, Danmarks Nationalbank og egne beregninger.

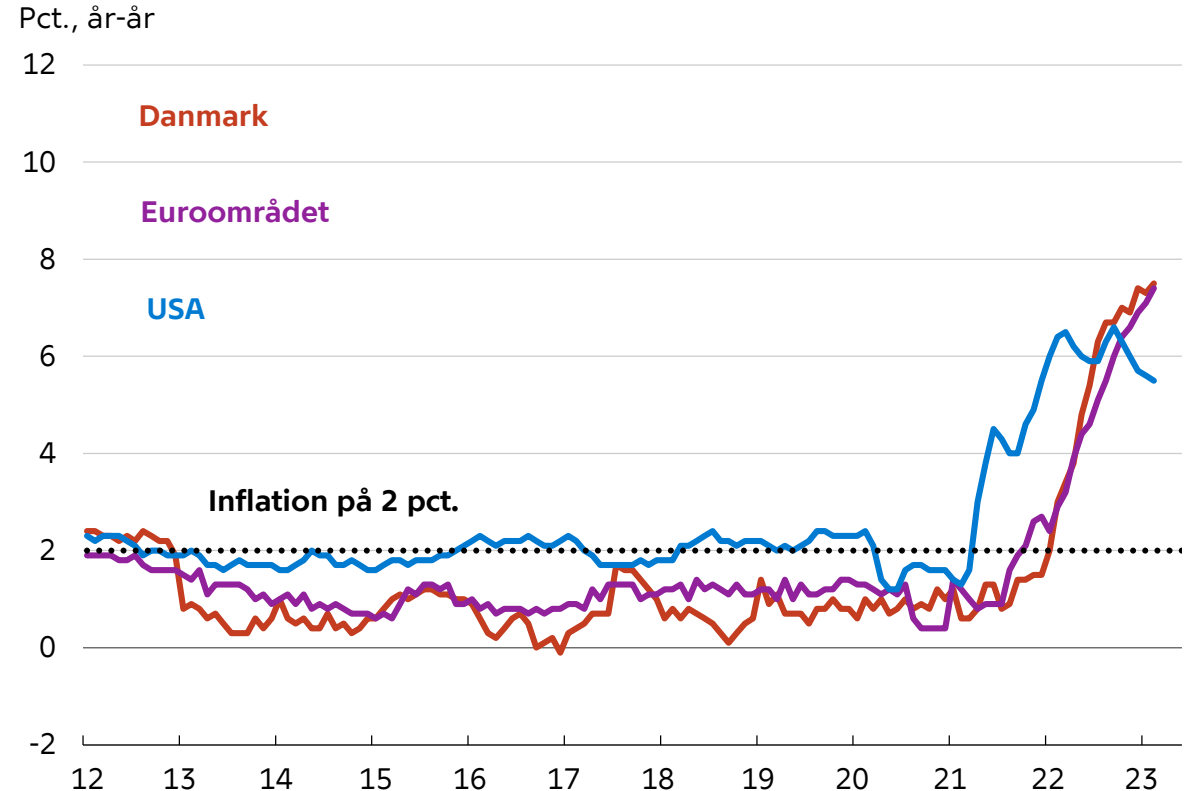
Inflationen er på vej ned, men kerneinflationen er endnu ikke vendt i euroområdet og Danmark

Inflationen har toppet



Anm.: HICP-inflation for Danmark og euroområdet og CPI-inflation for USA.
Kilde: Macrobond.

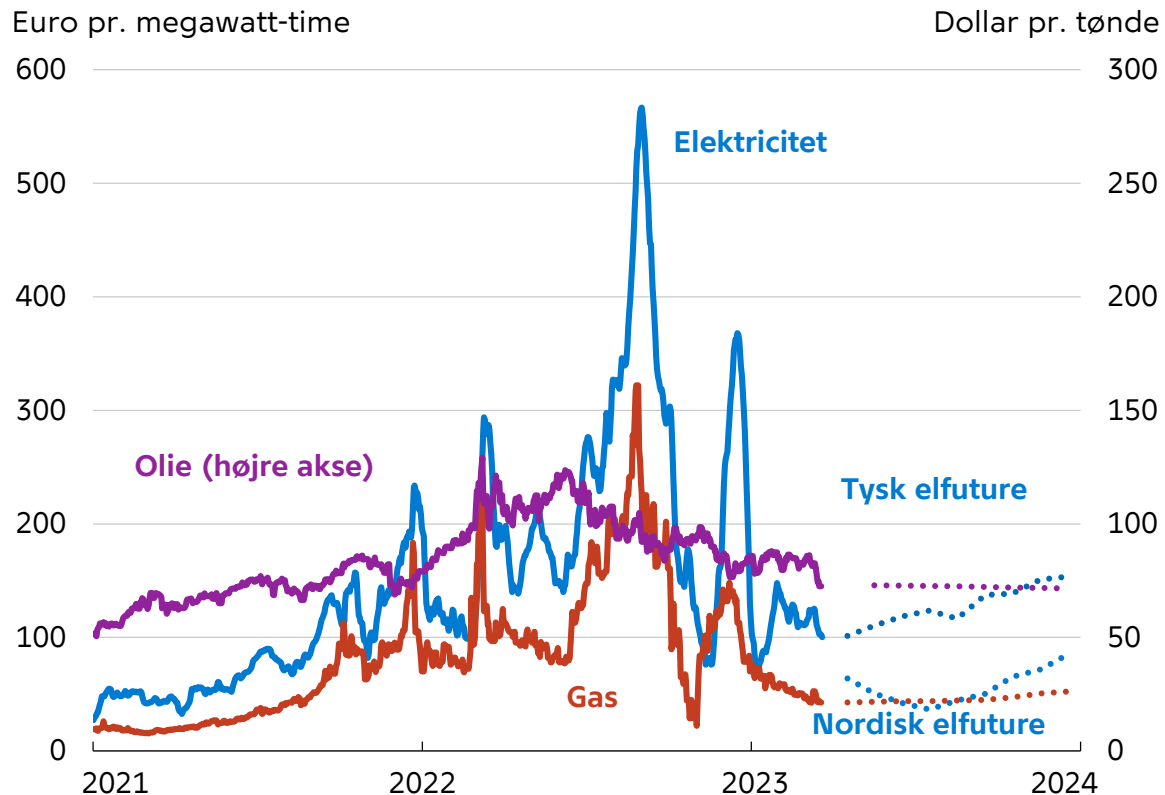
Men kerneinflationen er ikke faldet endnu i euroområdet og Danmark



Anm.: HICP-kerneinflationen, dvs. inflationen ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer for Danmark og euroområdet. For USA vises CPI-kerneinflationen.
Kilde: Macrobond.

Energipriserne ventes i år at påvirke inflationen negativt

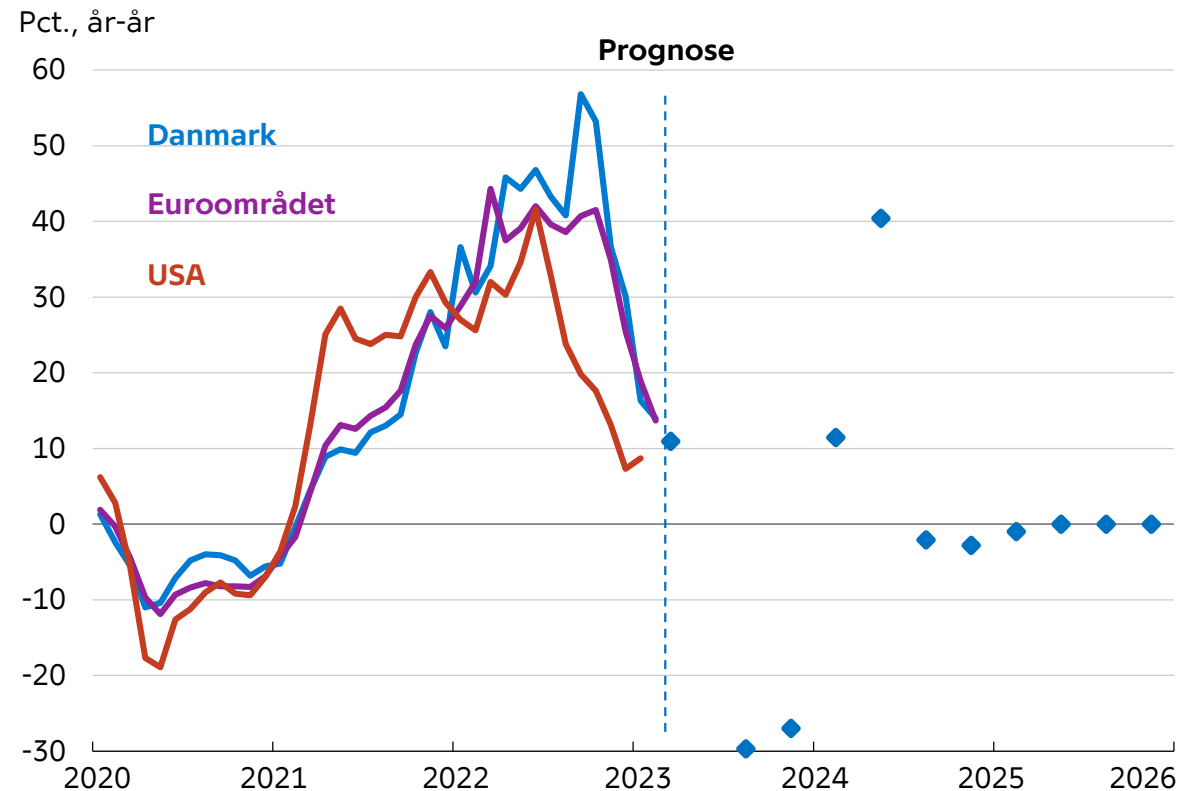
Råvarepriserne på energi er faldet kraftigt siden efteråret



Anm.: Elprisen henviser til den gennemsnitlige pris på Nordpool målt som et 14-dages glidende gennemsnit. Gasprisen er prisen på TTF-naturgas, og olieprisen er prisen på en tønde brentolie. Punkterede linjer angiver futurespriser.

Kilde: Macrobond.

Derfor forventes forbrugerpriserne på energi at falde i år



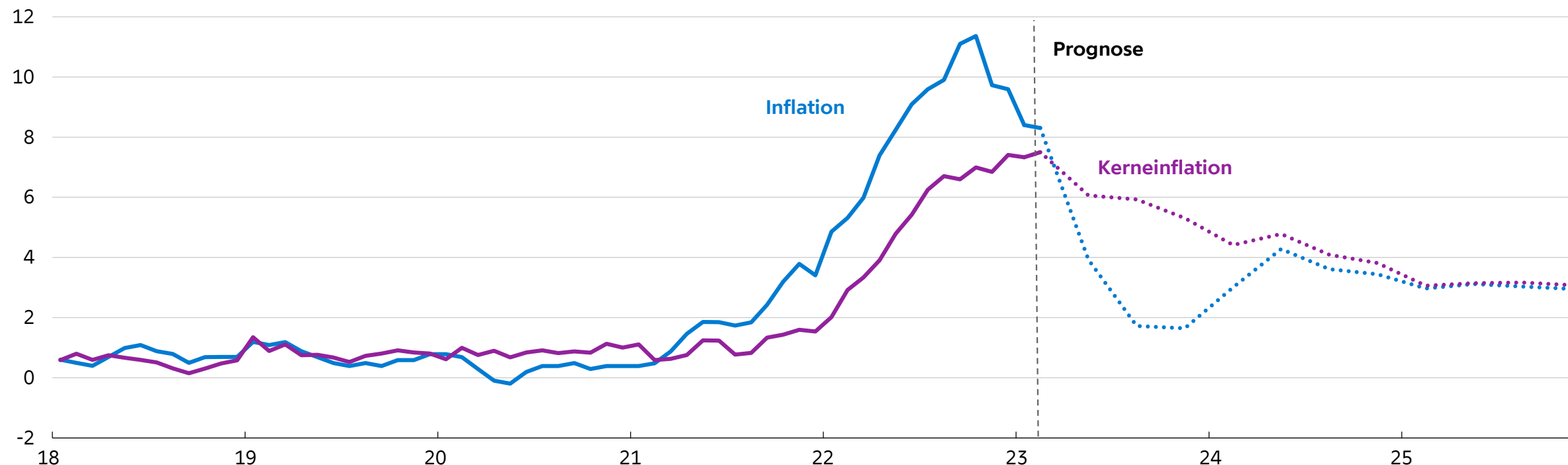
Anm.: Figuren viser HICP-energiinflationen for Danmark og euroområdet inkl. Nationalbankens prognose for Danmark. For USA vises CPI-energiinflationen.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Der forventes faldende, men fortsat høj inflation i Danmark

Vi forventer et betydeligt fald i inflationen i 2023, men at inflationen vil forblive på et højt niveau de kommende år

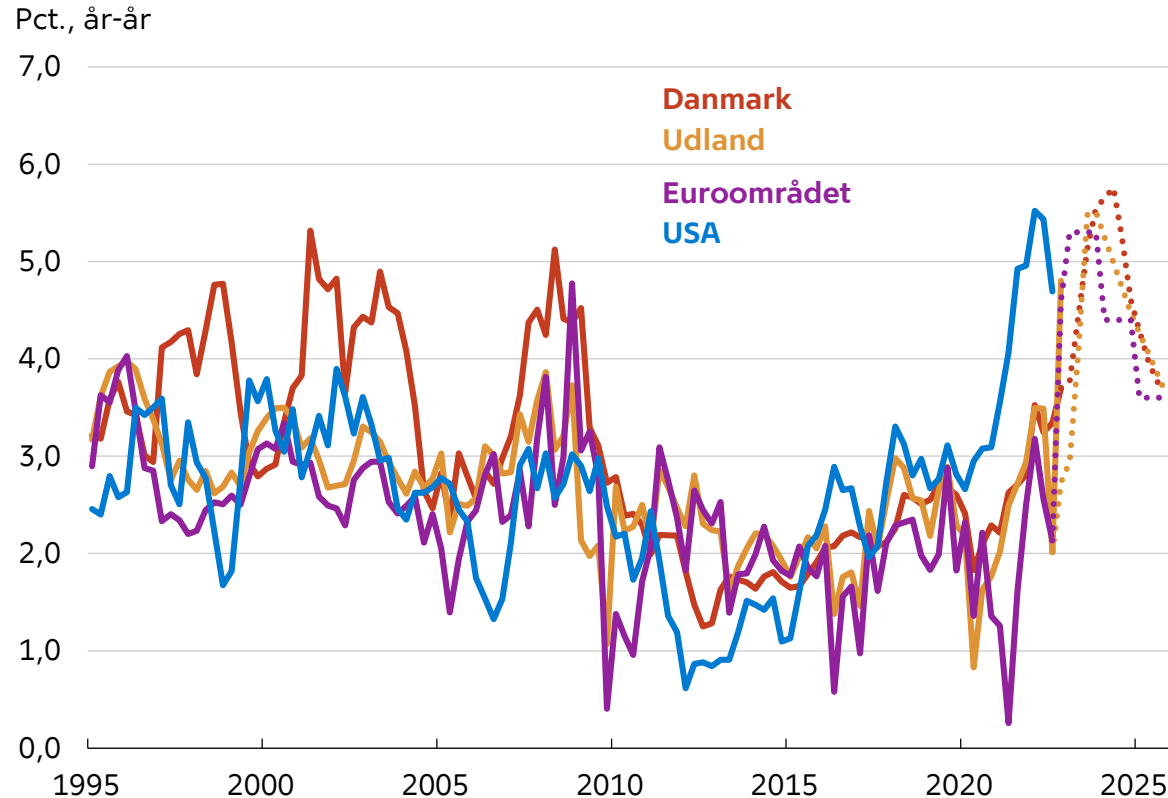
Pct., år-år



Anm.: Kerneinflation er HICP-indekset ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

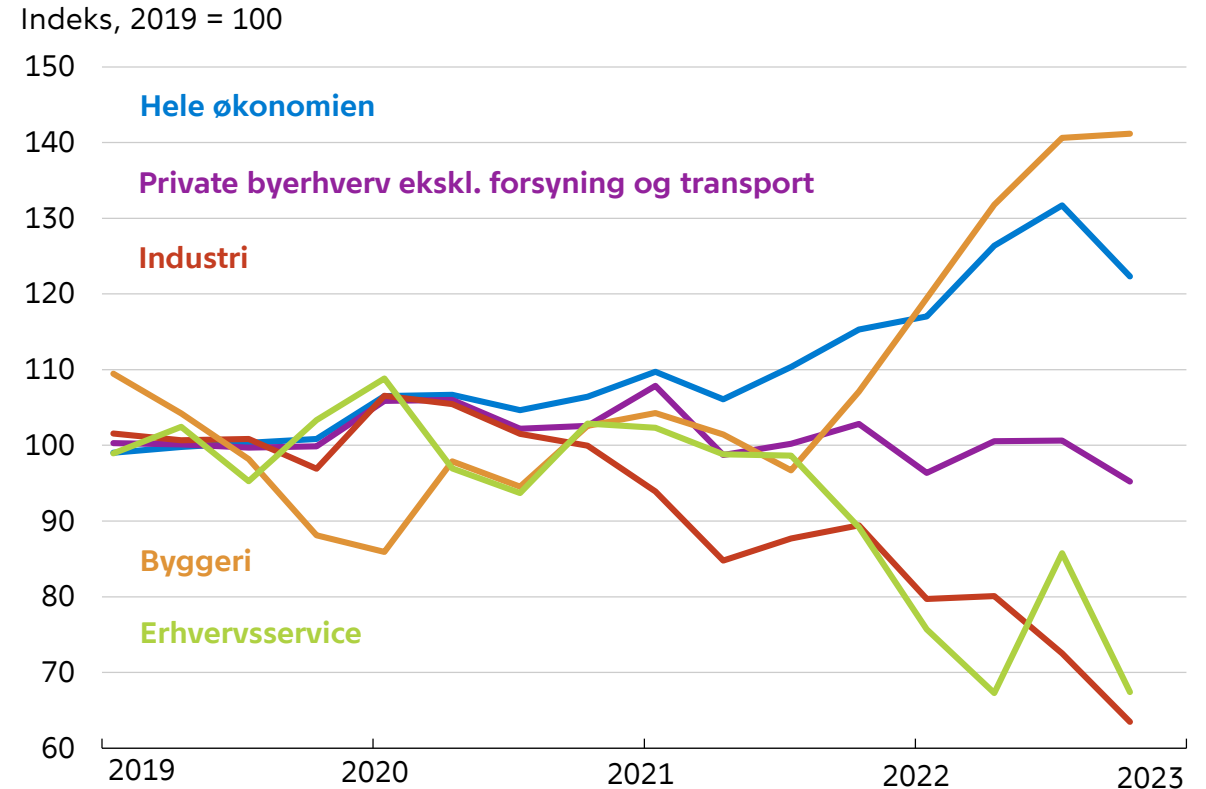
Udviklingen i lønninger og virksomhedernes adfærd bliver afgørende for inflationen

Udsigt til højere lønstigninger i Danmark og i udlandet



Kilde: Dansk Arbejdsgiverforening, OECD, ECB og egne beregninger.

I Danmark er enhedsprofit omtrent uændret i private byerhverv og højere i hele økonomien

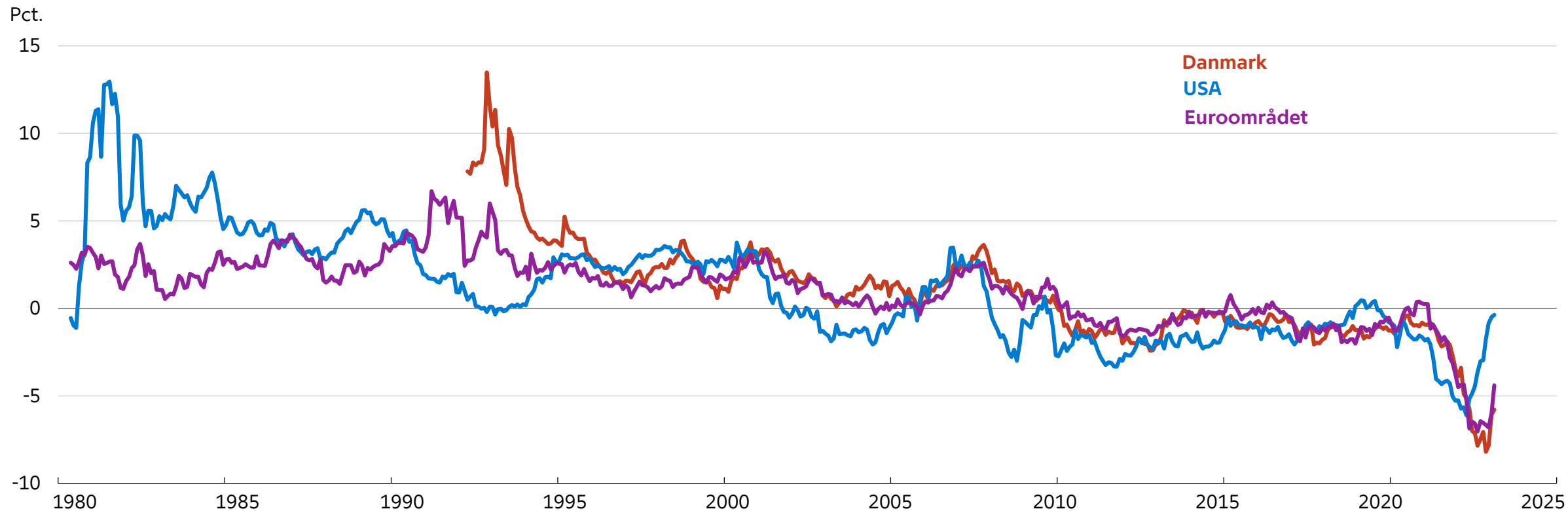


Anm.: Enhedsprofit defineres som bruttooverskuddet fra Nationalregnskabet i forhold til BVT i mængder. Figuren viser udvalgte brancher, dvs. de summerer ikke op til hele økonomien.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Realrenterne har været meget lave siden finanskrisen

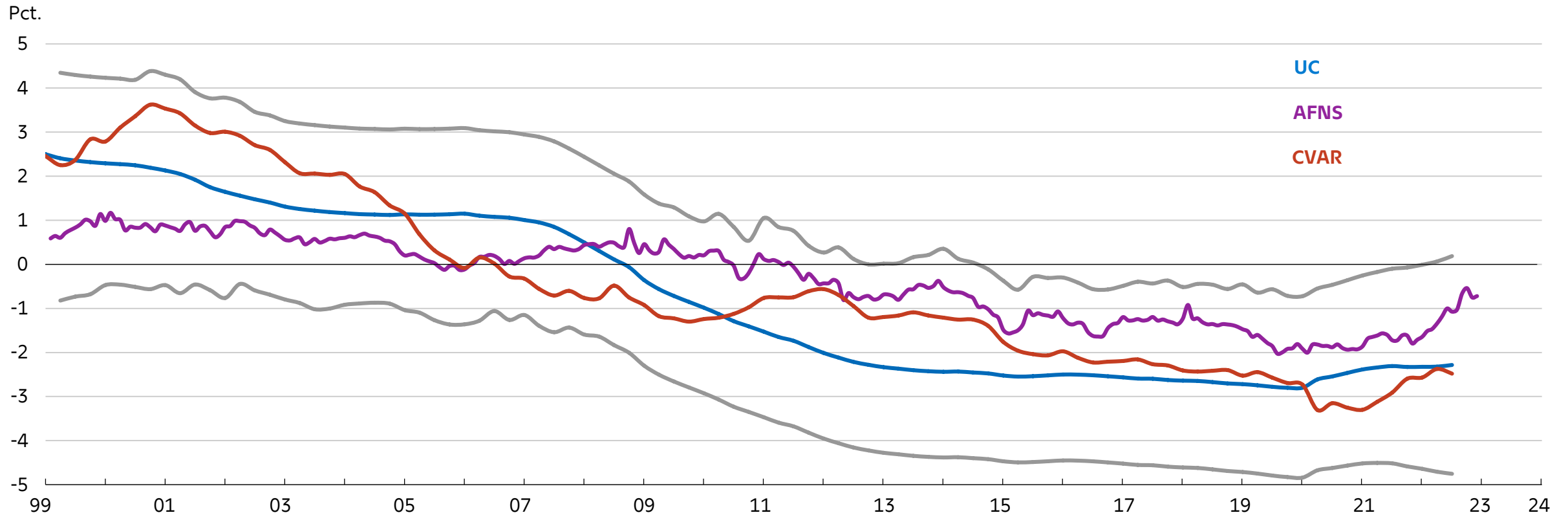
De lave realrenter afspejler bl.a., at den neutrale realrente er faldet på tværs af lande



Anm.: Realrenterne er beregnet ved at trække den forventede inflation om 12 måneder fra de pengepolitiske renter. Den forventede inflation er beregnet vha. en AR(3)-tidsrække model.
Kilde: Deutsche Bundesbank, Danmarks Nationalbank, Macrobond og egne beregninger.

Statistiske modeller indikerer, at faldet i den naturlige realrente er fladet ud i Danmark







Den lavere naturlige realrente afspejler demografiske forhold, aftagende produktivitetsvækst, stigende ulighed og større offentlig gæld.



Anm.: "UC" angiver modellen i Pedersen (2015), "AFNS" angiver modellen i Christensen, Diebold og Rudebusch (2011), og "CVAR" angiver modellen i Benati (2020, 2021). De grå linjer indikerer de mest konservative 10 pct.- og 90 pct.-konfidensbånd blandt de tre modeller.

Kilde: Macrobond, Refinitiv Eikon og egne beregninger.

På længere sigt er der stor usikkerhed om udviklingen i realrenterne

	Udvikling frem til 2020	Fremadrettet
 Aldrende befolkninger og faldende fødselsrater	Øget opsparing til pension	↓
	Mindre efterspørgsel efter kapital pga. mindre arbejdsstyrke	↓
 Lavere produktivitetsvækst	Øget opsparing, fordi indkomster vokser langsommere	↓
	Mindre efterspørgsel efter kapital	↓
 Ulighed	Større opsparing hos velstillede husholdninger	↓
 Finanspolitiske ændringer	Udbygning af sociale sikkerhedsnet	↑
	Større offentlig gæld	↑
 Energiforsyning, klimaforandringer og grøn omstilling	Øget opsparing pga. større usikkerhed og forventninger til tab	↓
	Mindre efterspørgsel efter kapital pga. produktivitetstab og naturkatastrofer	↓
	Øget efterspørgsel efter kapital til klimatilpasning, genopbygning og grøn omstilling	↑
 Ændrede samhandelsmønstre	Øget opsparing, fordi indkomster falder pga. produktivitetstab	↓
	Mindre efterspørgsel efter kapital pga. produktivitetstab	↓
	Mindsket markedskoncentration, lavere ulighed og finansiel disintegration	↑

Konklusion

Det er muligt, at den makroøkonomiske volatilitet forbliver højere i de kommende år, end den var igennem 2010'erne.

Der forventes en afmatning i den globale vækst i de kommende år, og at presset i dansk økonomi tager af.

Inflationen vil falde betydeligt i år i Danmark, men forblive på et højt niveau de kommende år bl.a. på grund af høje lønstigninger.

Det lader til, at faldet i den naturlige realrente er fladet ud i Danmark, men på længere sigt er der stor usikkerhed om udviklingen i realrenterne.