

DANMARKS
NATIONALBANK

Inflation – høj på kort sigt, lavere over de kommende år

Thomas Harr, Vicedirektør, Danmarks Nationalbank
27. september 2022

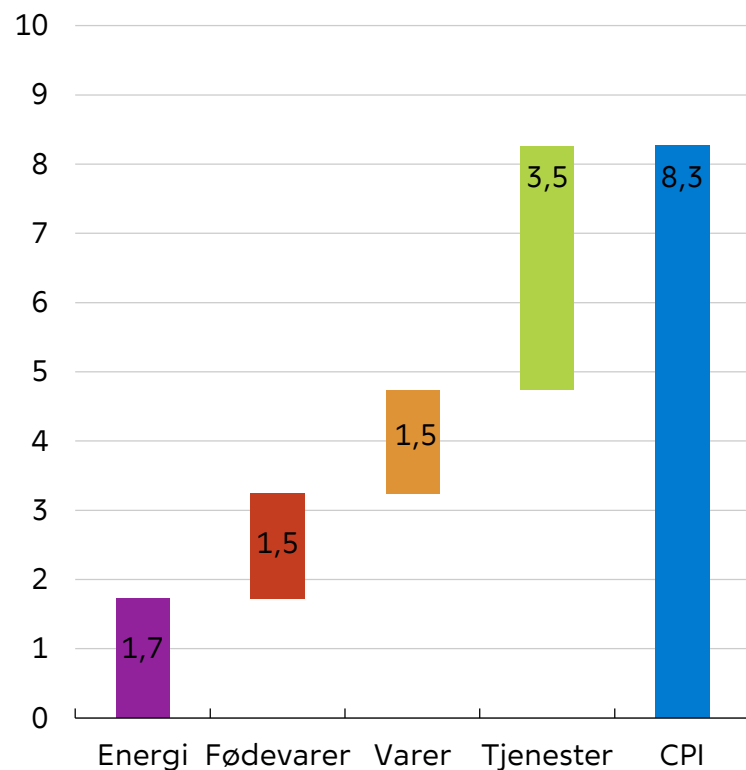
Agenda

- Hvor er vi?..... S.3
- Drivkræfter lige nu.....S.4
- Drivkræfter fremadrettet.....S.6
- Vores forventninger til inflationen.....S.12
- Sammenligning med 1970'erne.....S.18

Hvor er vi nu?

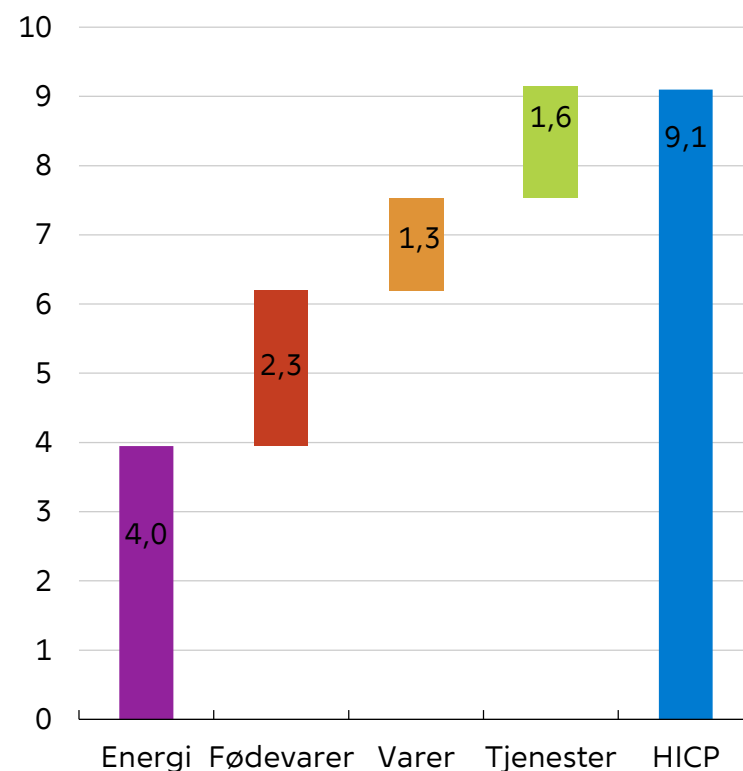
Inflation i tjenester bidrager mest til amerikansk inflation

Bidrag til årsstigningstakt i CPI, procentpoint



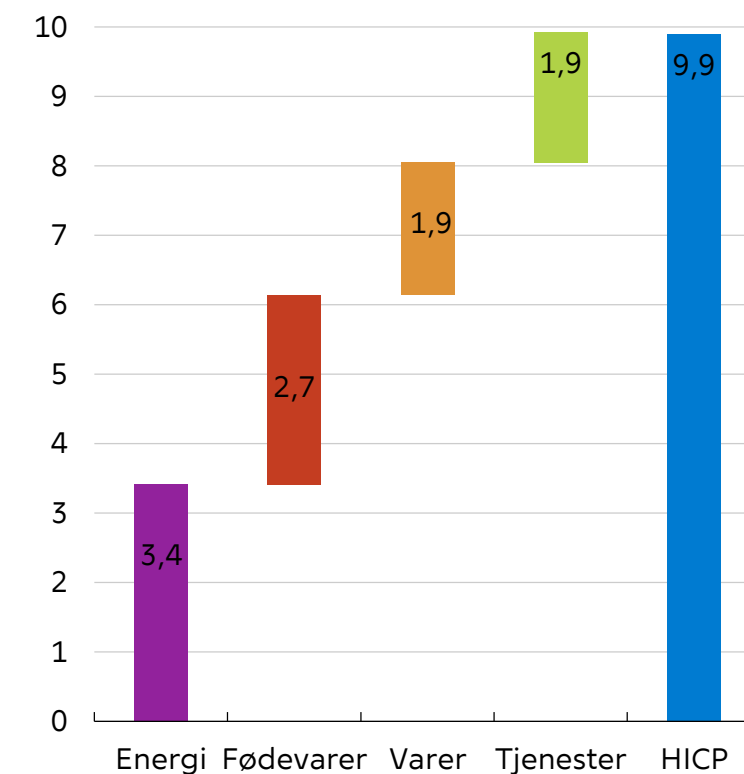
Energi fylder mest i euroområdet ...

Bidrag til årsstigningstakt i HICP, procentpoint



... og i Danmark

Bidrag til årsstigningstakt i HICP, procentpoint



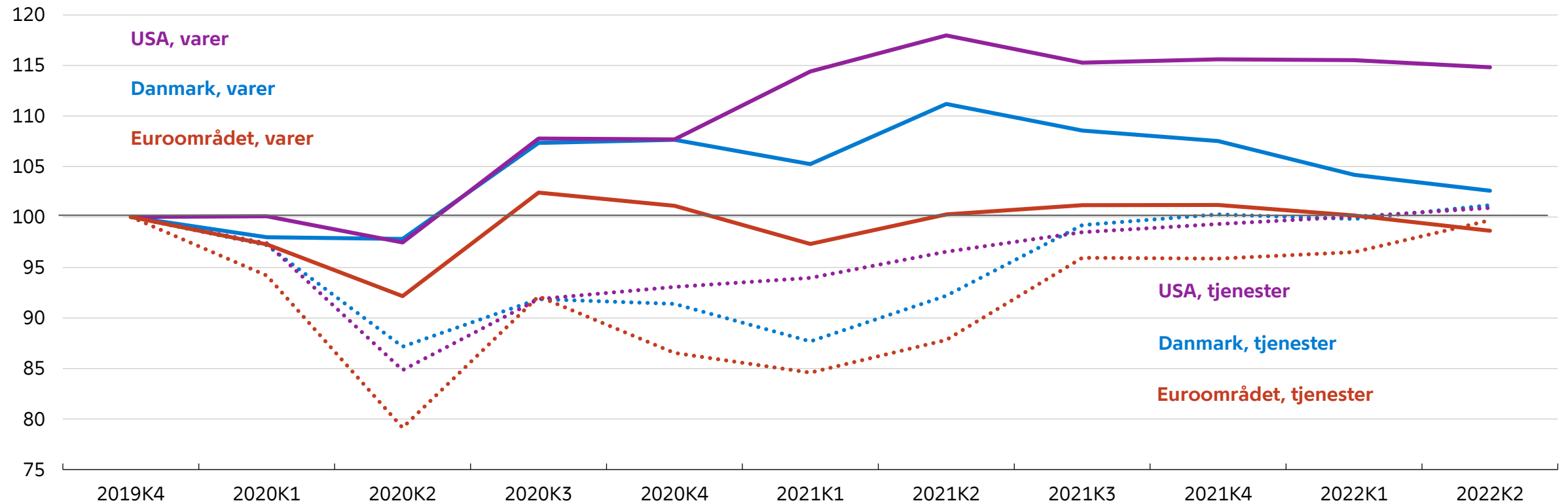
Anm.: CPI og HICP dekomponeret med vækstbidrag.

Kilde: Macrobond.

Drivkræfter lige nu: Stærk efterspørgsel i USA, mens efterspørgslen er på vej ned i Danmark

Kraftig stigning i vareforbruget i USA og Danmark, da økonomierne åbnede op

Indeks, 2019K4 =100

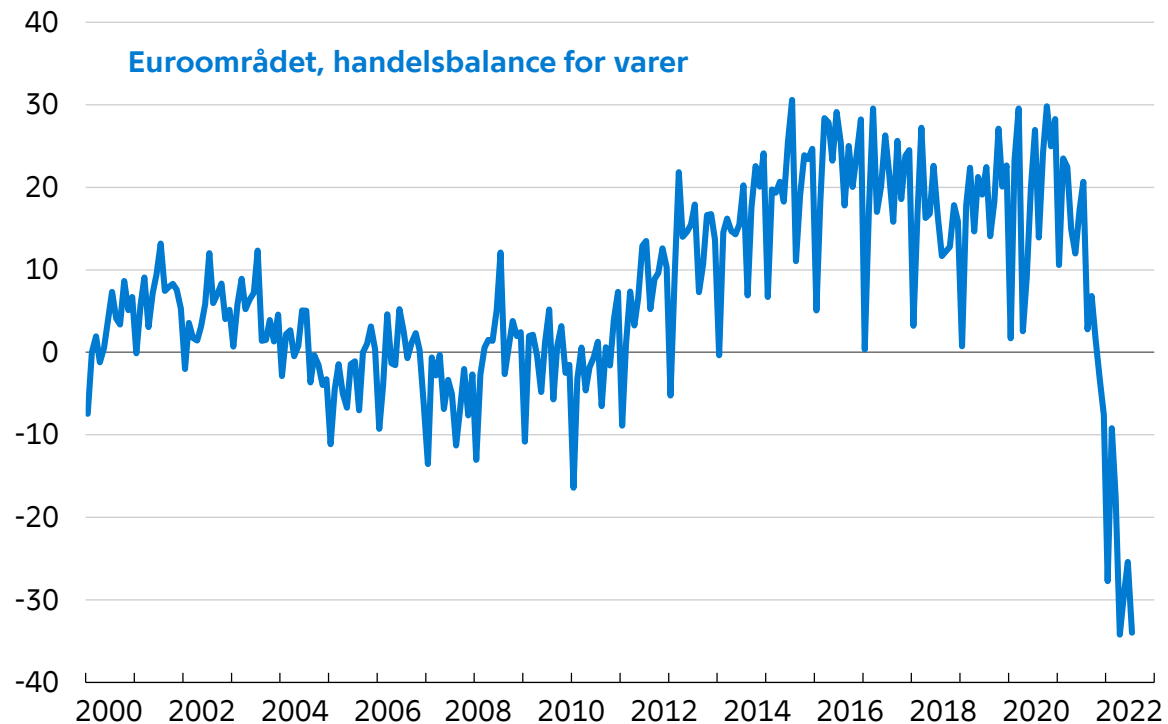


Anm.: Euroområdet er et vægtet gennemsnit af Tyskland, Frankrig, Italien og Holland, hvor vægtene er det enkelte lands andel af de samlede fire landes BNP.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Drivkræfter lige nu: Europas bytteforholdsforværring er inflationært, mens fokus i USA er på arbejdsmarkedet

Bytteforholdsforværringen har betydet en kraftig forværring i euroområdet handelsbalance

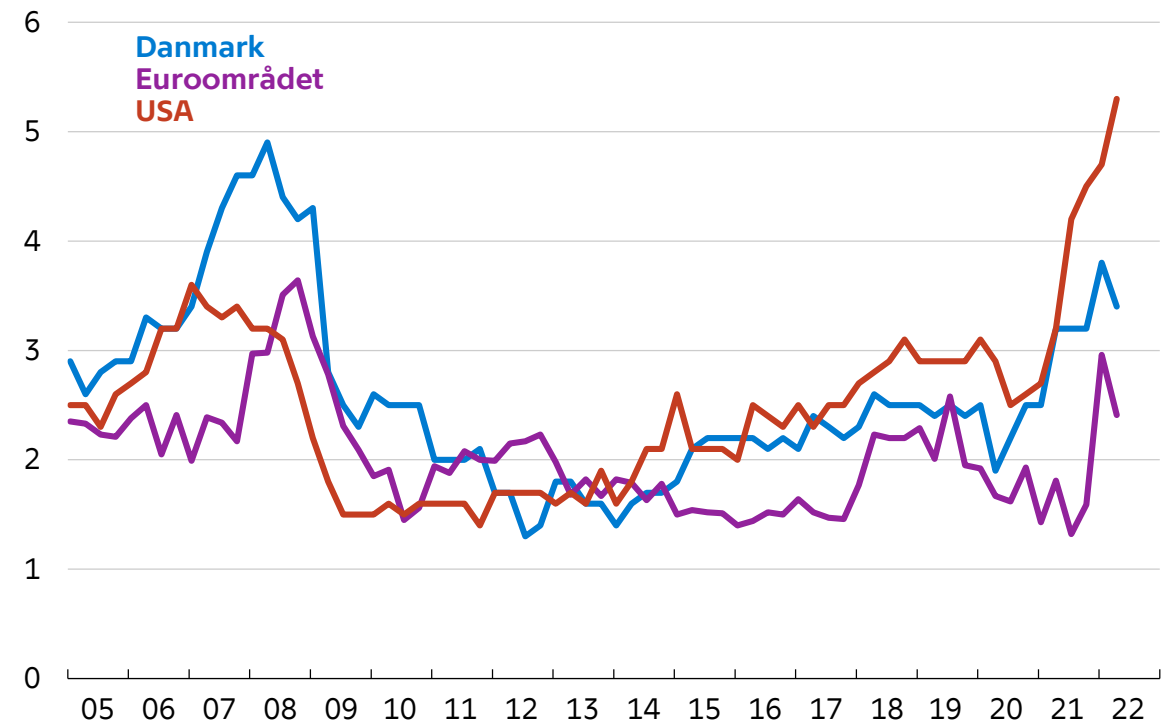
Euro, mia.



Kilde: Macrobond

Lønvæksten er stadig væsentlig højere i USA end i euroområdet og Danmark

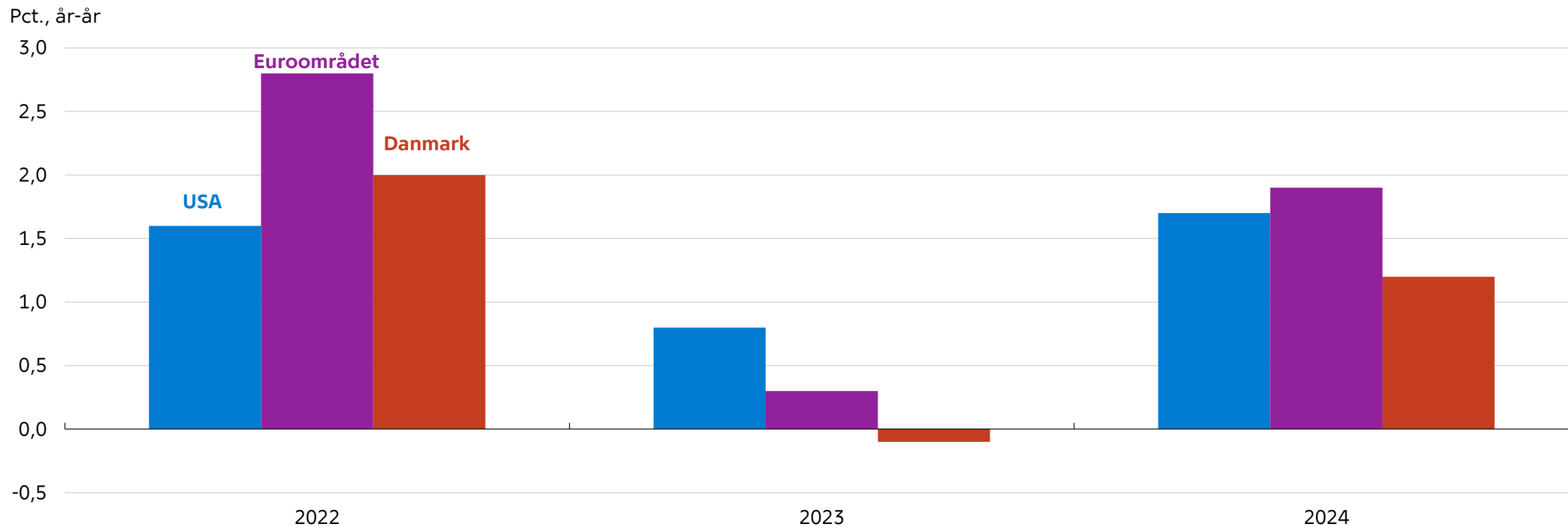
Pct., år-år



Anm.: For Danmark er der benyttet tal fra Dansk Arbejdsgiverforening, for euroområdet er der benyttet ECB's negotiated wage indicator, og for USA er der benyttet Employment cost index.

Kilde: Macrobond

Drivkræfter fremadrettet – 1) aftagende BNP vækst

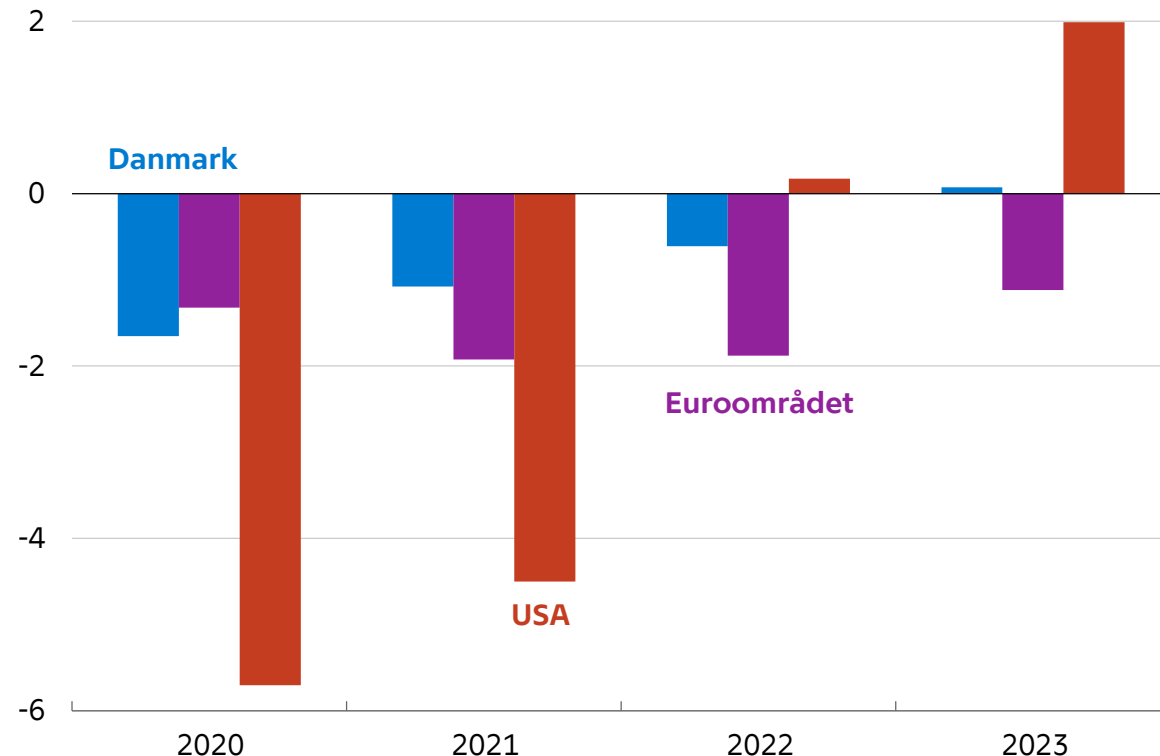


Anm.: Vækstraten for USA og euroområdet er baseret på Bloomberg konsensus. Prognosen for Danmark er Nationalbankens egen prognose.
Kilde: Bloomberg og Danmarks Nationalbank

Drivkræfter fremadrettet – 2) Finanspolitikken strammes i USA men er stadig lempelig i euroområdet

Euroområdet har en lempelig finanspolitik

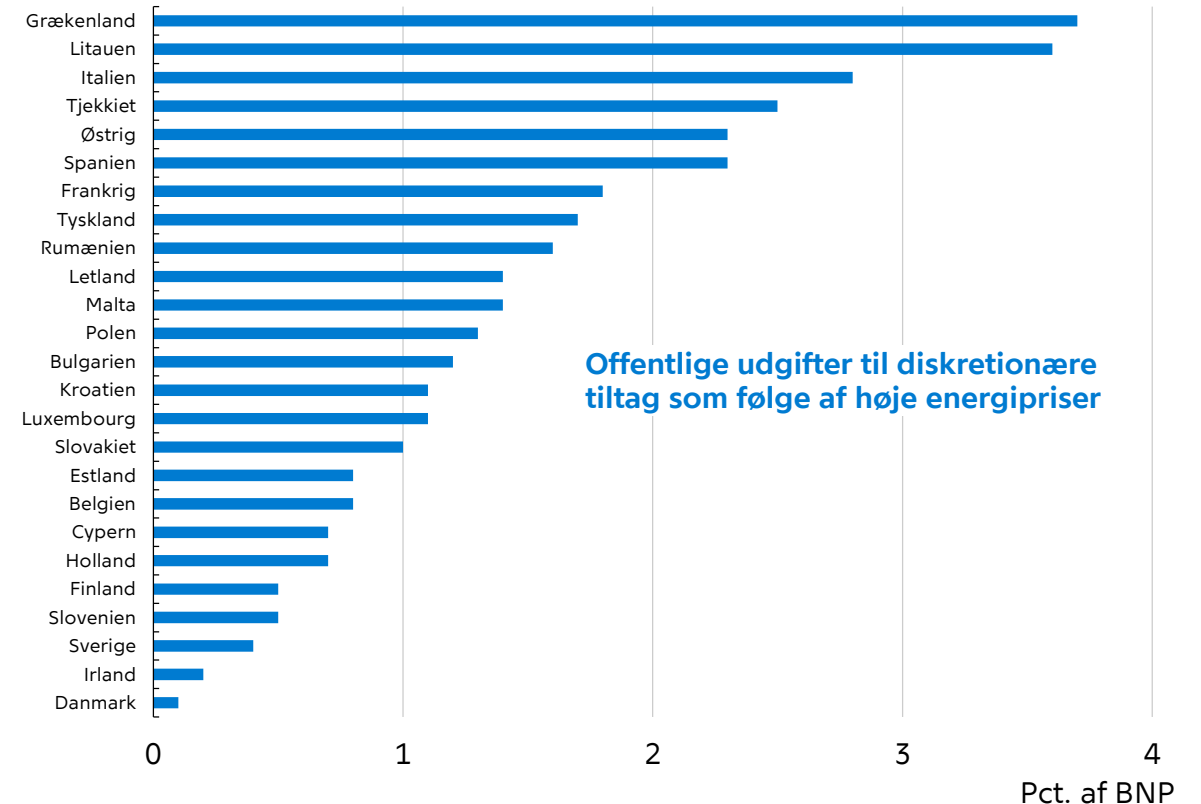
Ændring i cyklisk-justeret offentlig saldo relativt til 2019, procentpoint



Anm.: Cyklisk-justeret offentlig saldo baseret på OECD Economic Outlook i juni. En negativ værdi indikerer, at finanspolitikken er lempelig i forhold til 2019.

Kilde: OECD og egne beregninger.

... som bl.a. skyldes hjælpepakker som følge af energiprisstigninger



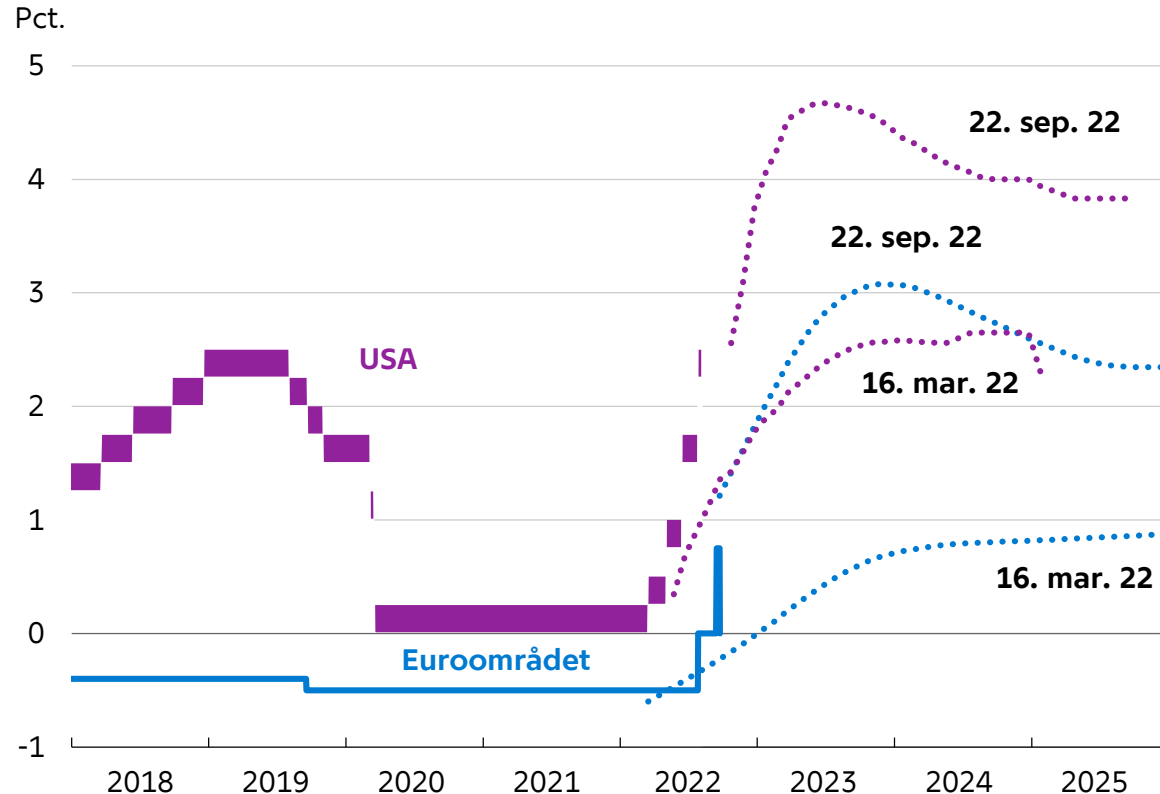
Offentlige udgifter til diskretionære tiltag som følge af høje energipriser

Anm.: Data til og med 20. september 2022. Bemærk at tallet for Danmark ikke indeholder den såkaldte Vinterhjælpepakke, der blev annonceret d. 23 september 2022.

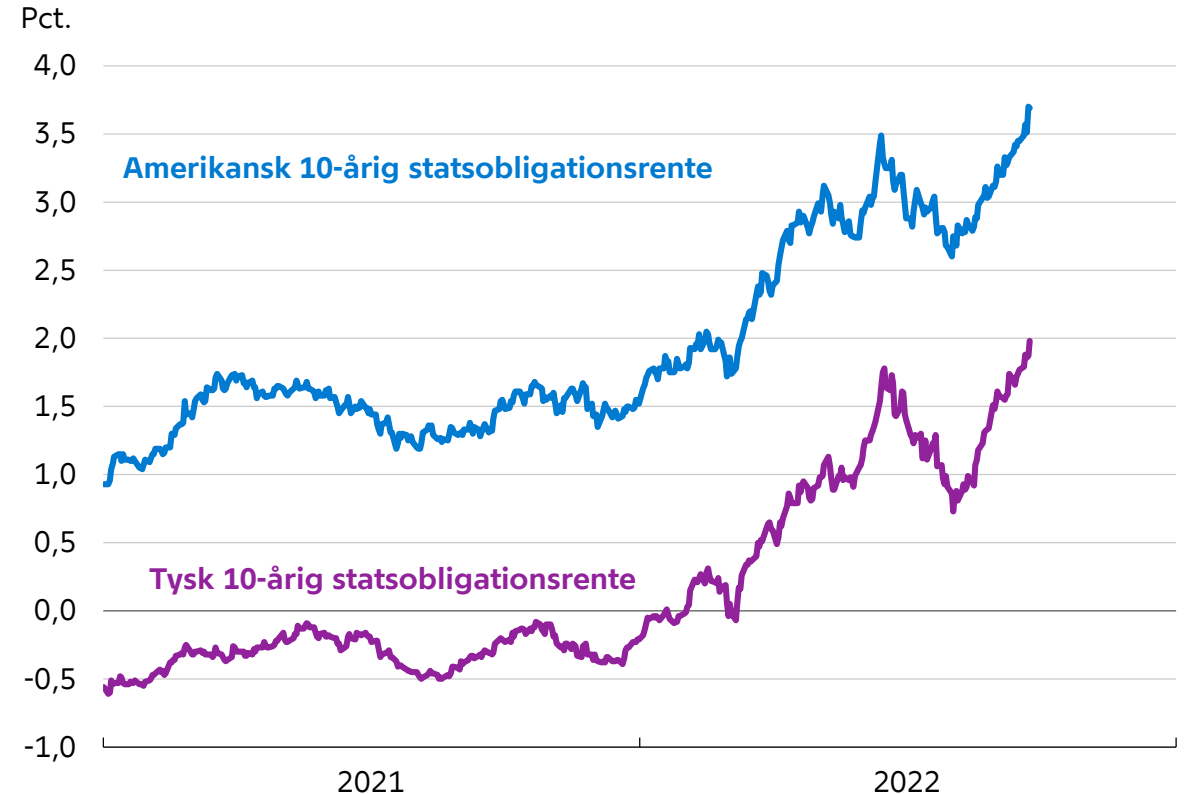
Kilde: Bruegel

Drivkræfter fremadrettet 3) Fed og ECB har brugt flere værktøjer til at stramme sin pengepolitik

Betydelige renteforhøjelser fra Federal Reserve og ECB siden marts og forventninger om flere på vej



Fed og ECB påvirkede markederne inden de pengepolitiske renter blev forhøjet



Anm.: Stiplede linjer angiver markedsimplet forventninger til pengemarkedsrenter i USA og i euroområdet.
Kilde: Macrobond, Scanrate Rio og Danmarks Nationalbank.

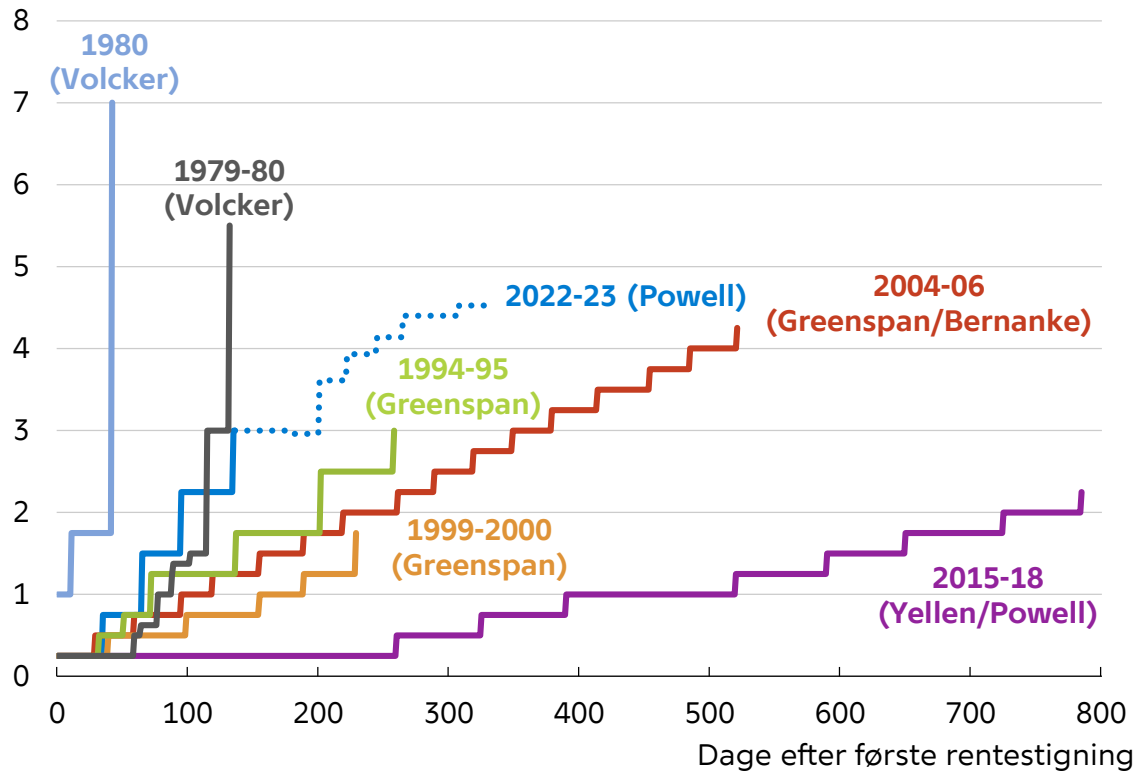
Kilde: Macrobond

Drivkræfter fremadrettet 3) Kraftige renteforhøjelser fra Fed og ECB også i et historisk perspektiv

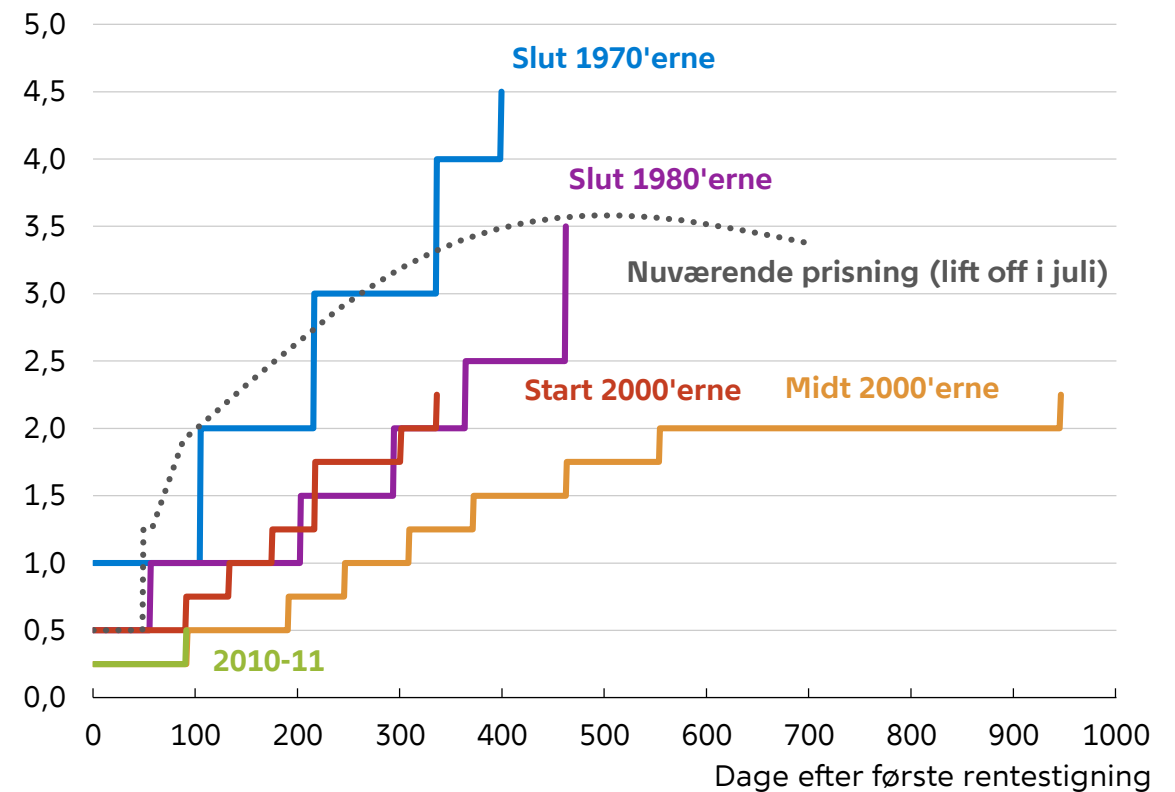
Tempoet af Feds renteforhøjelser er det hurtigste siden 1970erne

ECB har ikke tidligere sat renten op så hurtigt

Ændring i pengepolitisk rente, procentpoint



Ændring i pengepolitisk rente, procentpoint



Anm.: Markedsforventninger til Federal Funds Rate per 22. september.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

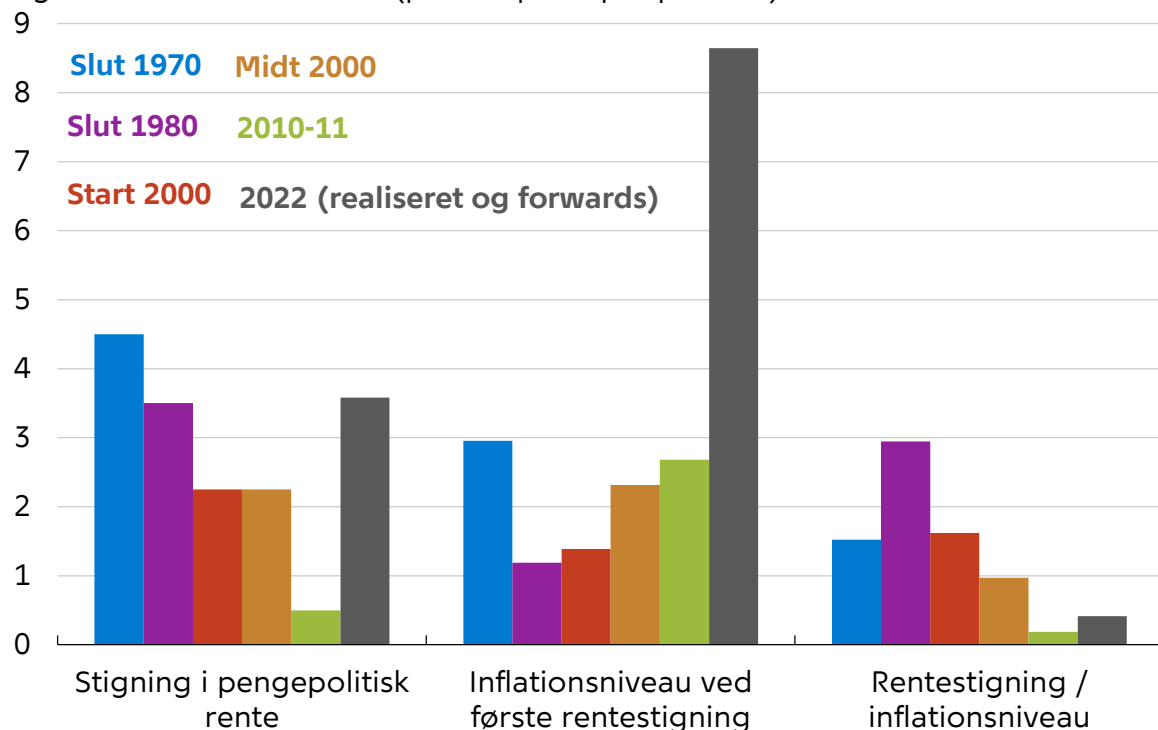
Anm.: Perioder med rentestigninger for hhv. Bundesbank og ECB (Bundesbank for de to tidligste episoder).
Stiplet sort kurve angiver implicitte markedsforventninger til ECB's fremtidige deposit facility rate pr. 22. september 2022 baseret på euro-OIS-forwardkurven. Perioden i slut 1980'erne afspejler den første periode af rentestigninger.

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

Drivkræfter fremadrettet 3) Markedsdeltagerne forventer relativt lave rentestigninger i euroområdet i forhold til den høje inflation

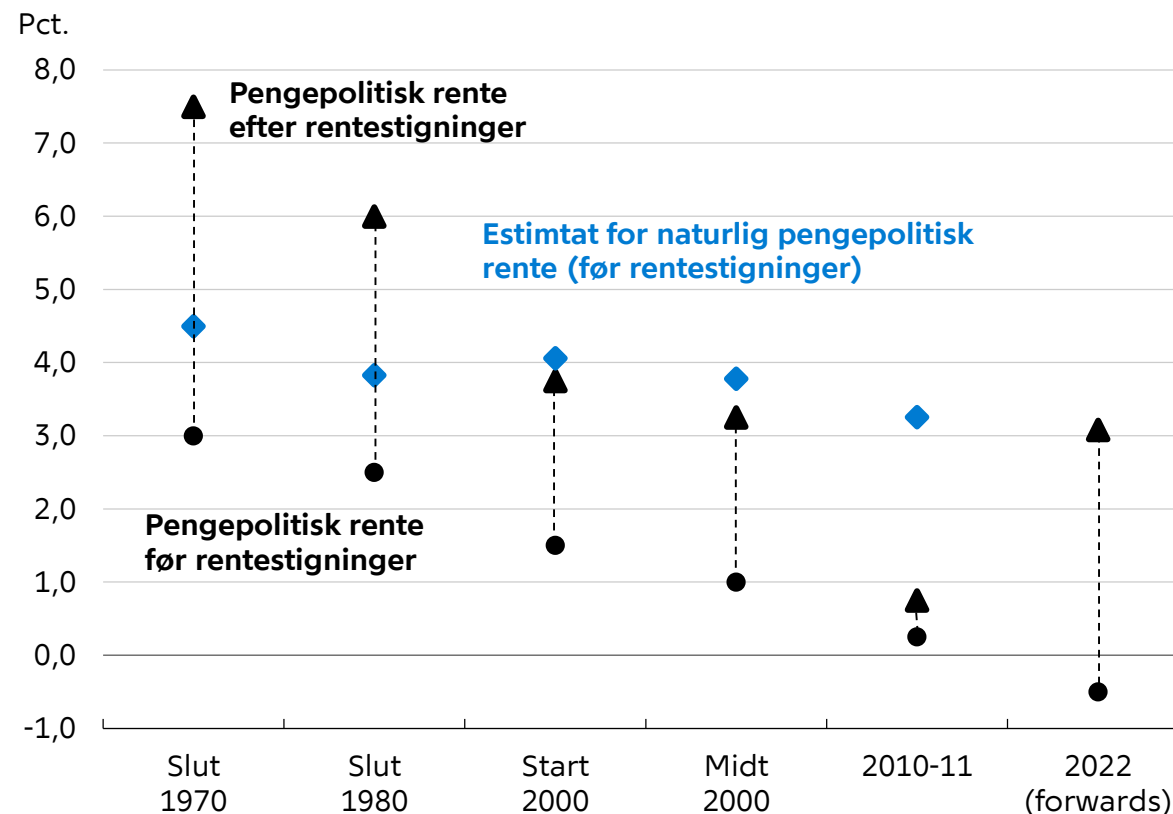
Historisk er den forventede rentebane dog lav i forhold til inflationen ved første rentestigning

Rentestigning i procentpoint, inflation i procent og forholdet mellem disse (procentpoint per procent)



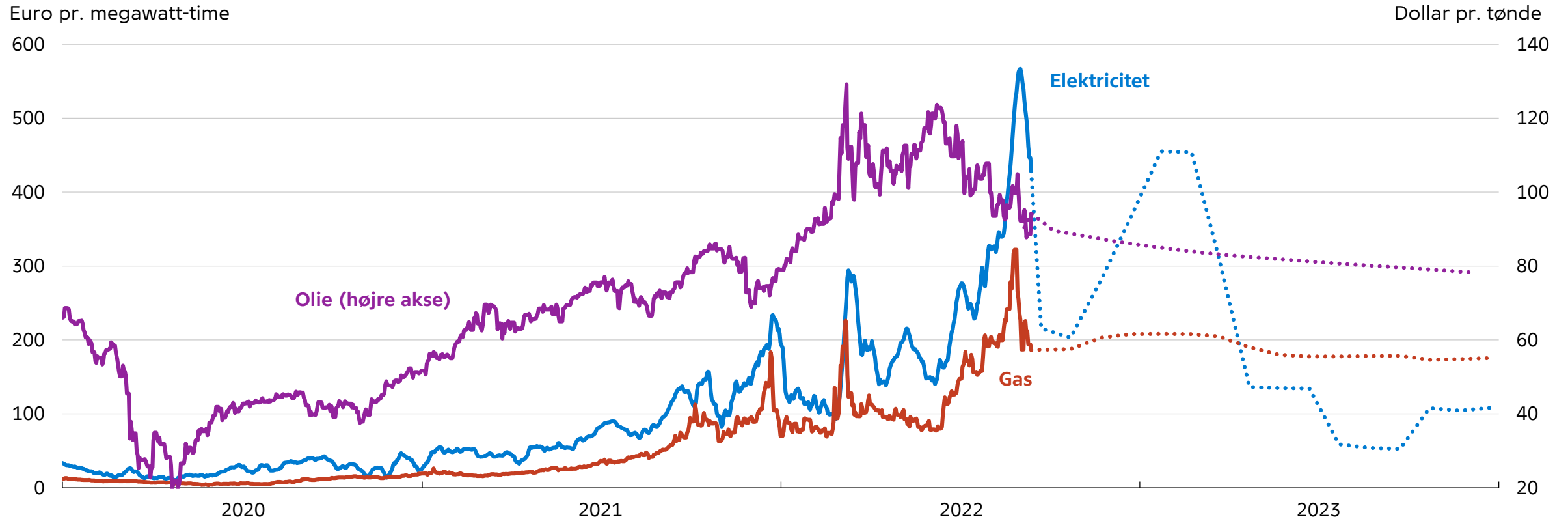
Anm.: Markedsforventninger for 2022 er af 22. september 2022.
Kilde: Macrobond, Thomson Reuters, Scanrate Rio og Danmarks Nationalbank.

Pengepolitiske renter nående over den naturlige rente i 1970'erne og 1980'erne, men en anelse lavere siden da



Anm.: Det naturlige niveau for den nominelle pengepolitiske rente er for euroområdet for alle perioderne og er baseret på Kathryn Holston, Thomas Laubach og John C. Williams: Measuring the neutral rate of interest: International trends and determinants, Journal of International Economics, 2017. I beregningen fra real til nominal naturlig rente antages en forventet inflation på 2 pct. svarende til ECB's inflationsmål.
Kilde: Macrobond, Thomson Reuters, Scanrate Rio og Danmarks Nationalbank.

Drivkræfter – 4) Stor usikkerhed om de fremtidige energipriser, men futurepriser peger nedad over de kommende år

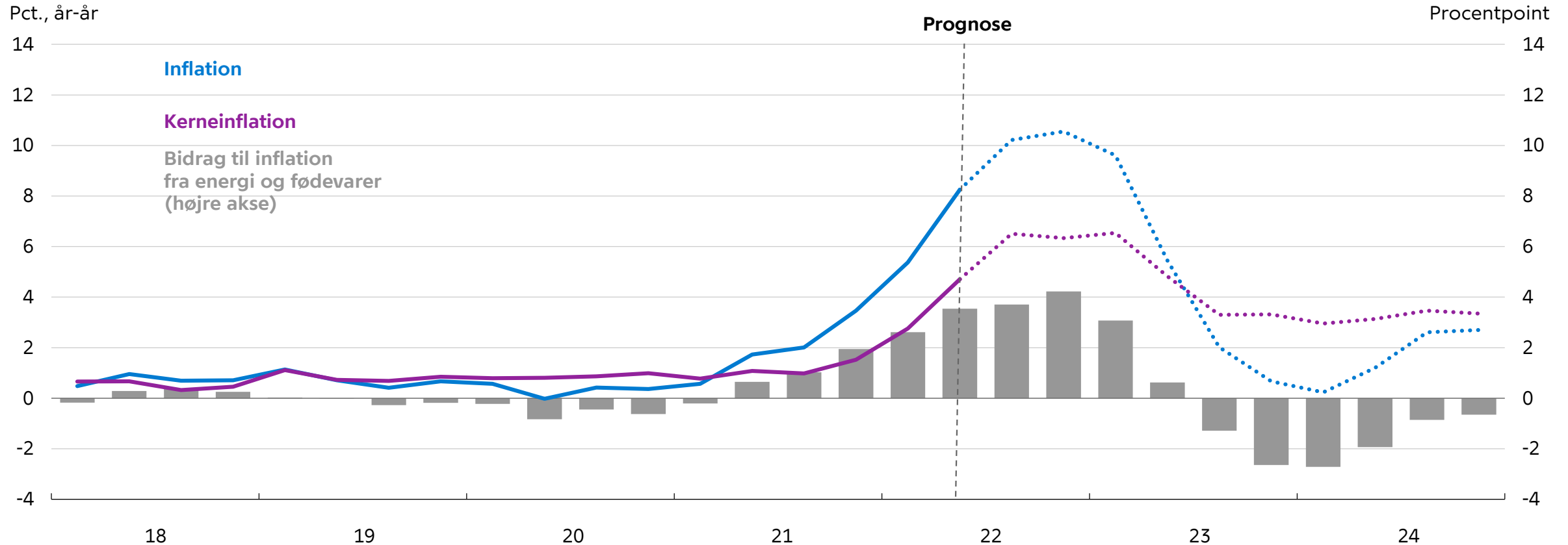


Anm.: Elprisen henviser til den gennemsnitlige pris på Nordpool målt som et 14-dages glidende gennemsnit. Gasprisen er prisen på TTF-naturgas, og olieprisen er prisen på en tønde brentolie. Punkterede linjer angiver futurepriser.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Vores forventninger: Prisstigningerne forbliver høje i 2023, men bliver væsentligt lavere end i år

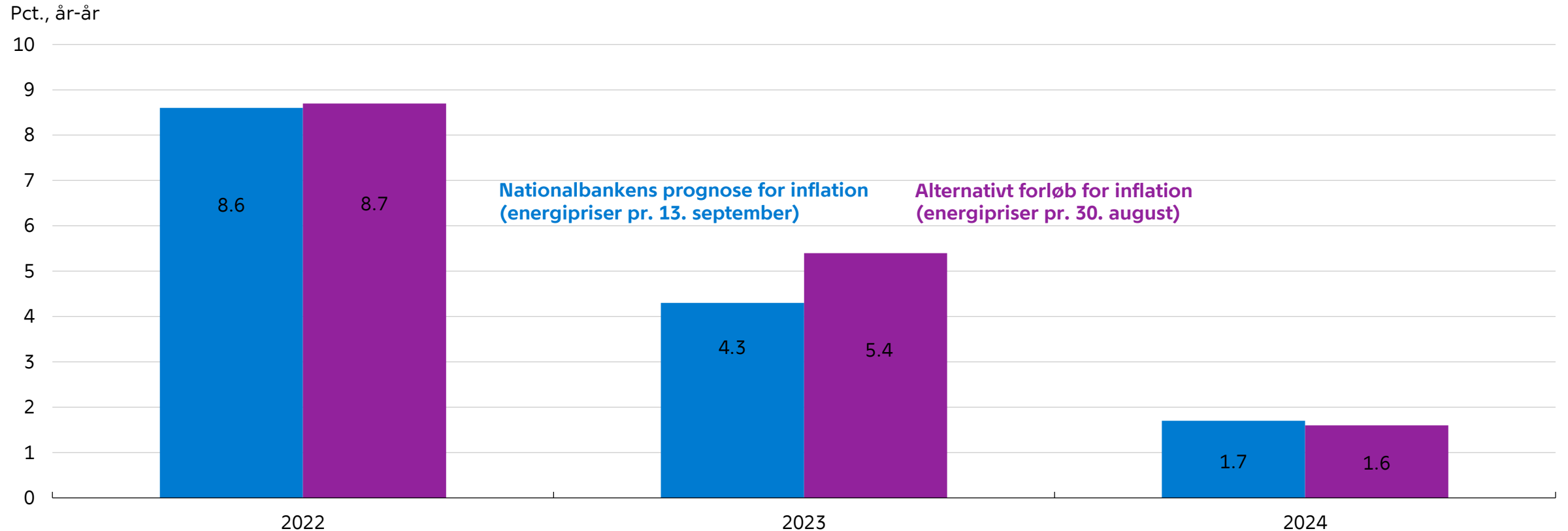
Udsigt til høj kerneinflation i Danmark de kommende år



Anm.: Kerneinflationen viser HICP-indekset ekskl. energi og udarbejdede fødevarer.
Kilde: Danmarks Statistik og Danmarks Nationalbank

Energiprisantagelser er meget afgørende for inflationsprognose

Følsomhedsberegning viser, at udsving i energipriser påvirker inflationsprognosen betydeligt

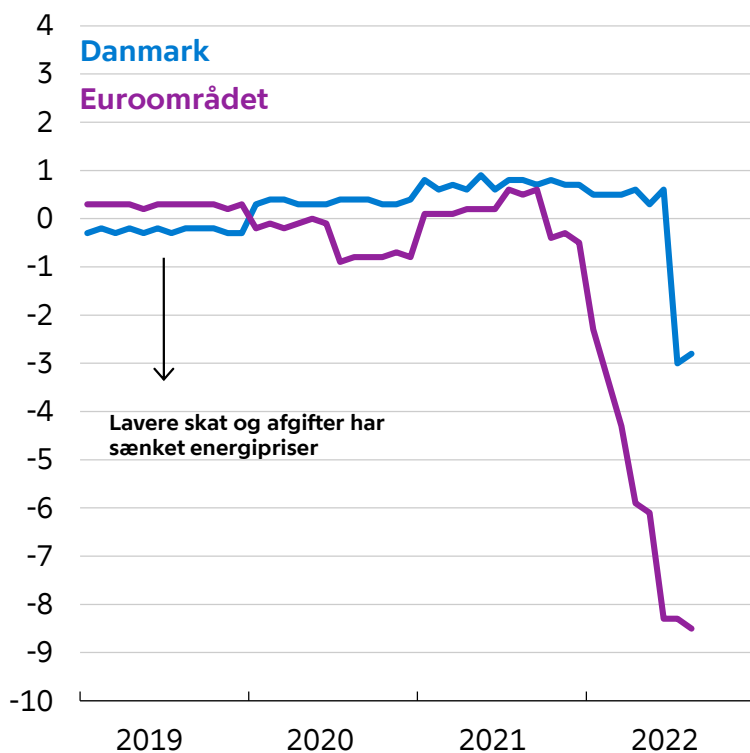


Anm.: Figuren viser Nationalbankens prognose for HICP-inflationen og et alternativt forløb baseret på markedets forventninger til energiråvarepriserne på olie, gas og el ved udgangen af august.
Kilde: Macrobond og egne beregninger

Skattnedsættelser og langsommere gennemslag i euroområdet end i Danmark

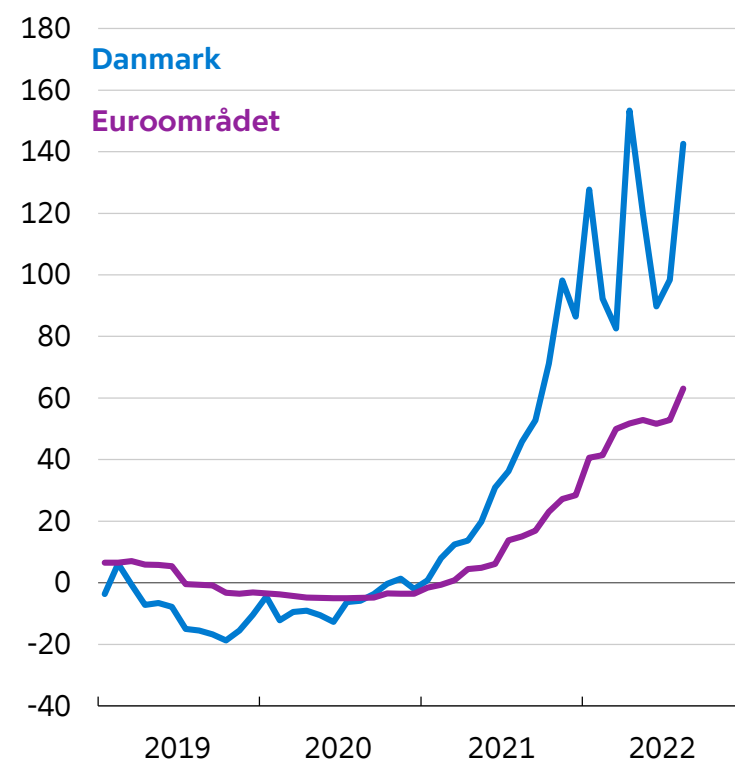
Bidrag fra skatteændringer til energi-inflation

Procentpoint



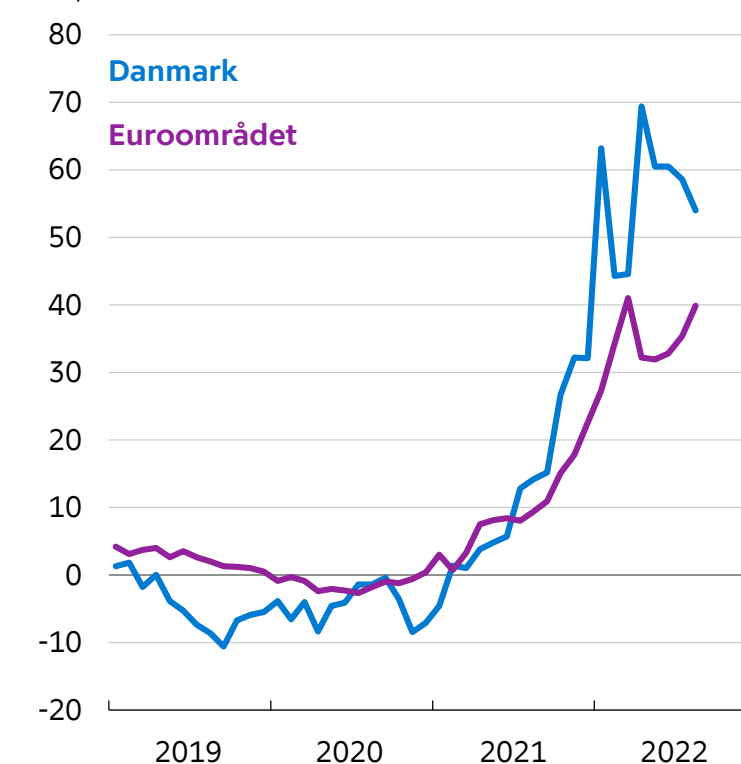
HICP Gas

Pct., år-år



HICP EI

Pct., år-år



Anm.: Bidraget fra skatteændringer til energi-inflationen er beregnet som forskellen mellem den faktiske HICP energi-inflation og HICP energi-inflationen med konstante skatter.

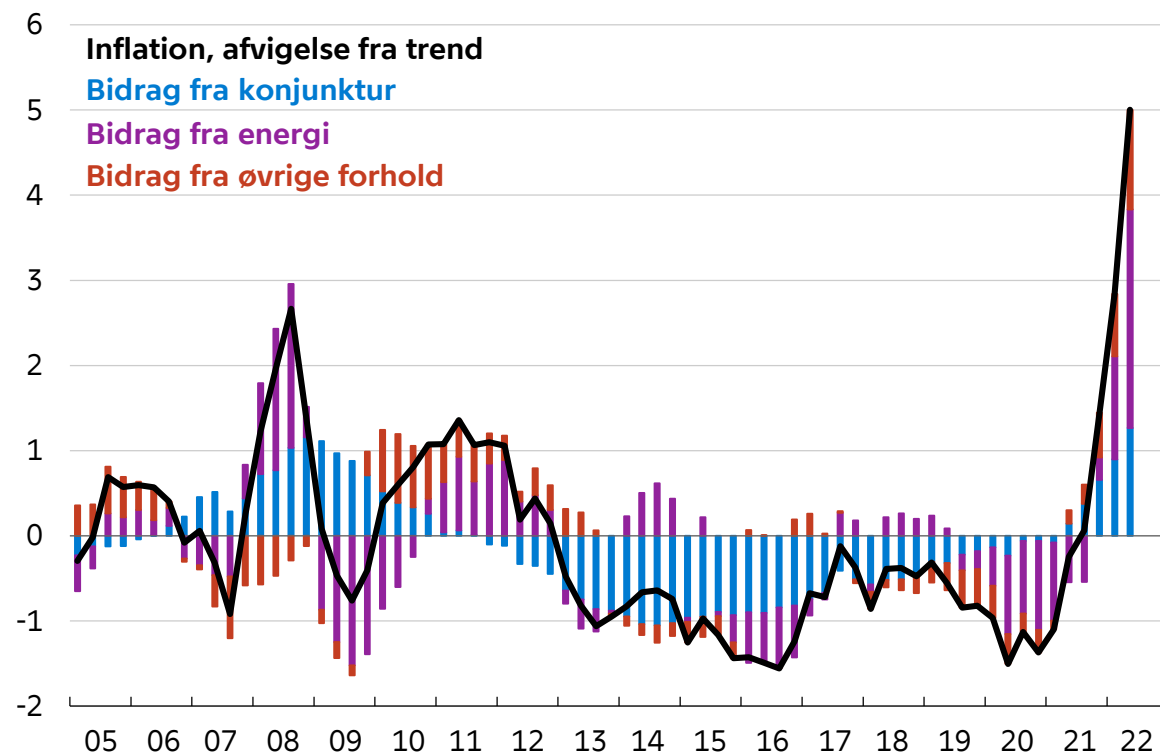
Kilde: Macrobond.



Globale faktorer er drivkræften bag den høje danske inflation, men indenlandsk kapacitetspres har også en betydning

Stigende energipriser og dansk kapacitetspres har løftet inflationen i 2022

Pct., år-år



Anm.: Summen af bidragene i figuren svarer til afvigelsen af inflationen fra en trend og er derfor ikke identisk med den faktiske inflation. Figuren er baseret på en trendcyklusmodel, hvor HICP-inflationen dekomponeres i bidrag fra en trend, energipriser og kapacitetspres målt via en Phillipskurve for produktionsgab for dansk økonomi.

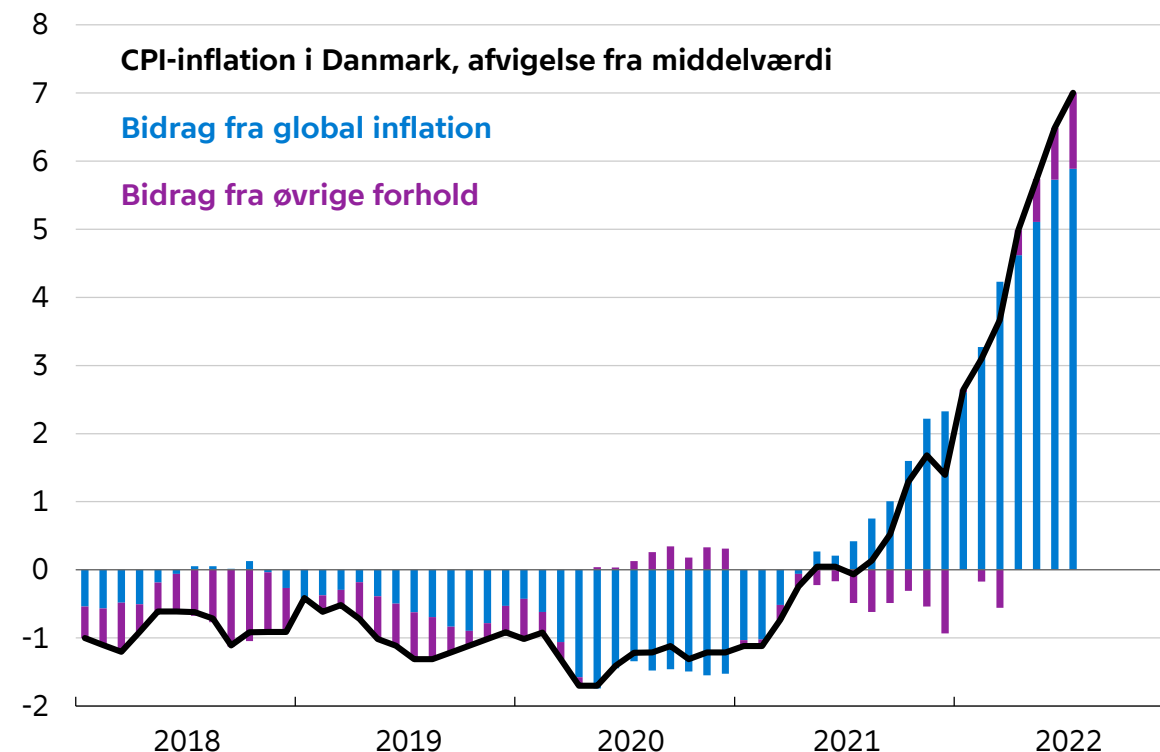
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger



DANMARKS
NATIONALBANK

Modelberegning viser, at høj dansk inflation i øjeblikket især er drevet af globale forhold

Pct., år-år

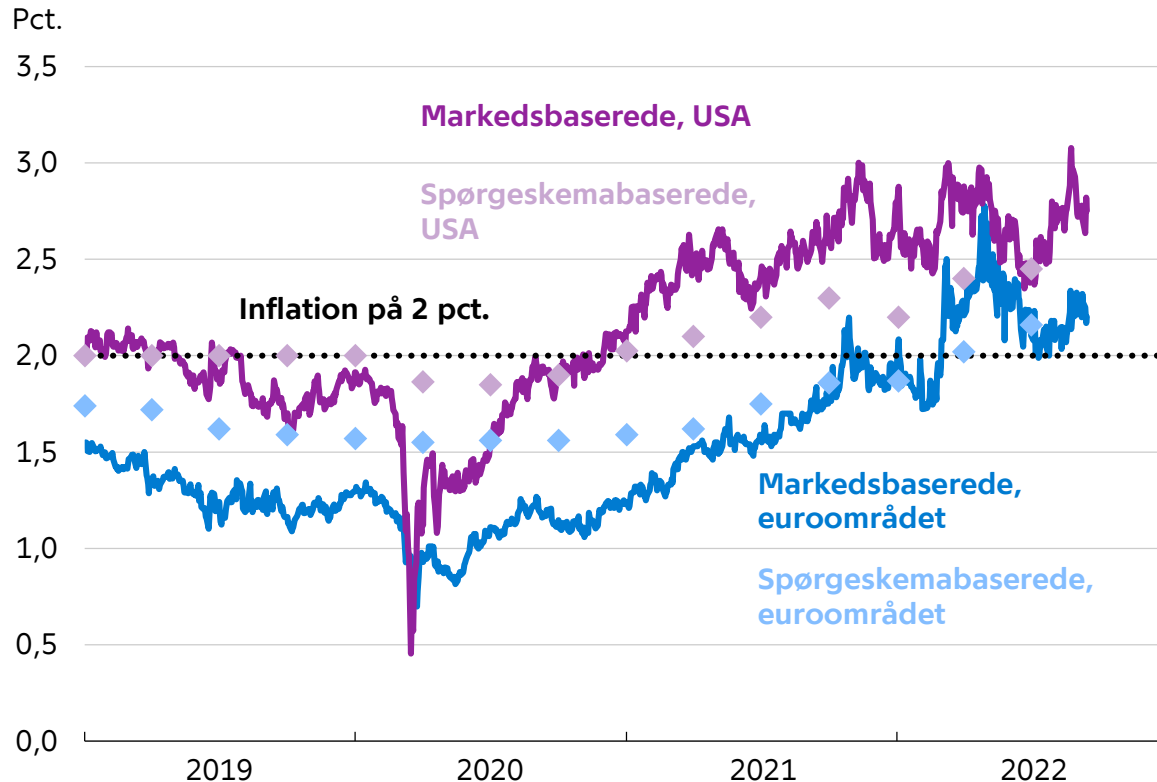


Anm.: Dekomponeringen er baseret på en økonometrisk model, hvor dansk inflation forklares ud fra en konstant og en global inflationsfaktor.

Kilde: Egne beregninger

Det meste evidens peger på, at de langsigtede inflationsforventninger er velforankrede, men der er risici

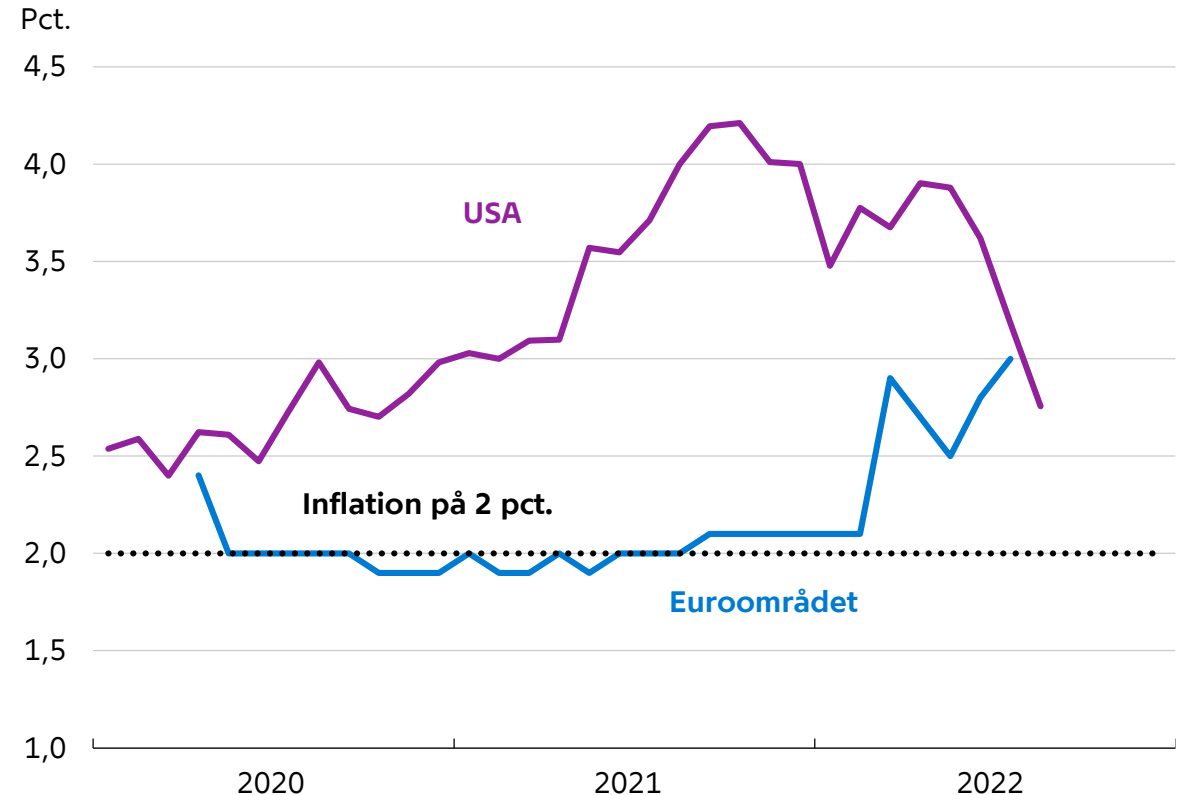
De langsigtede inflationsforventninger er velforankrede



Anm.: I den venstre figur er de markedsbaserede inflationsforventninger baseret på en 5-5 års inflationsswap. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger for euroområdet henviser til inflationsforventningerne om 5 år i Den Europæiske Centralbanks, ECB's, Survey of Professional Forecasters, mens der for USA vises inflationsforventningerne over de næste 5-10 år fra den amerikanske centralbanks, Fed's, Survey of Professional Forecaster.

Kilde: Refinitiv Eikon og Macrobond.

Husholdningerne venter relativt høj inflation om 3 år i USA og euroområdet



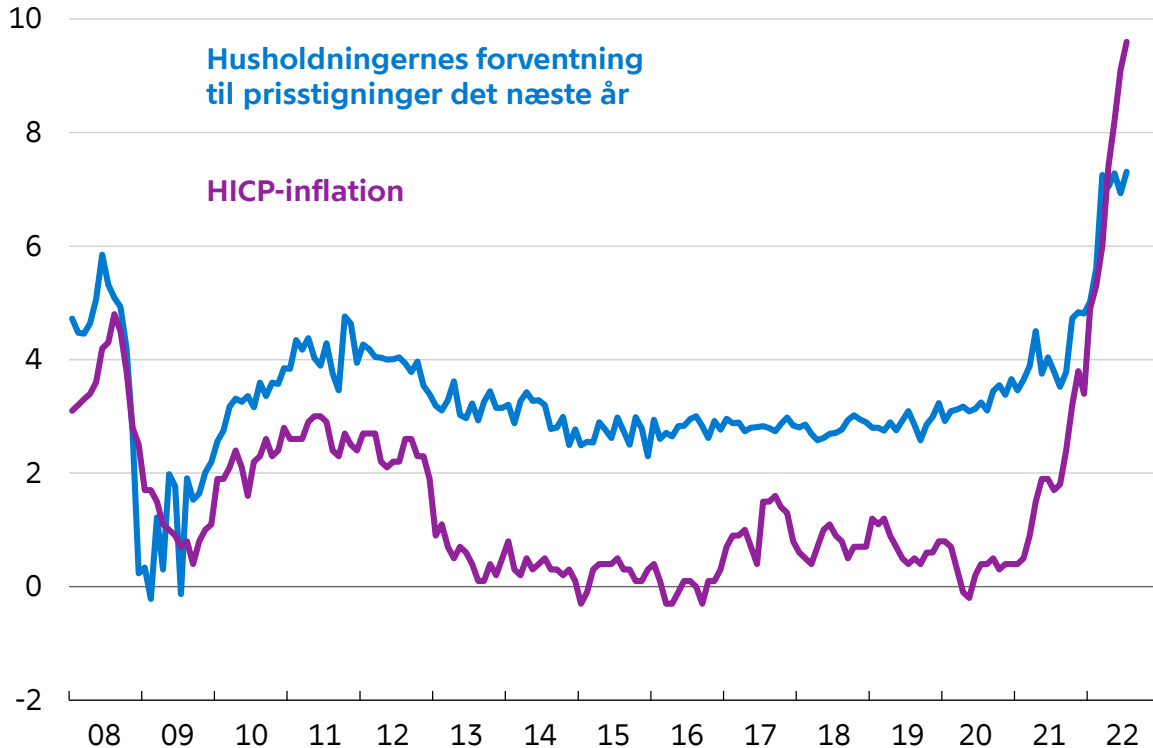
Anm.: Figuren viser medianen af husholdningernes spørgeskemabaserede forventninger til inflationen om 3 år.

Kilde: ECB, Federal Reserve Bank of New York og Macrobond.



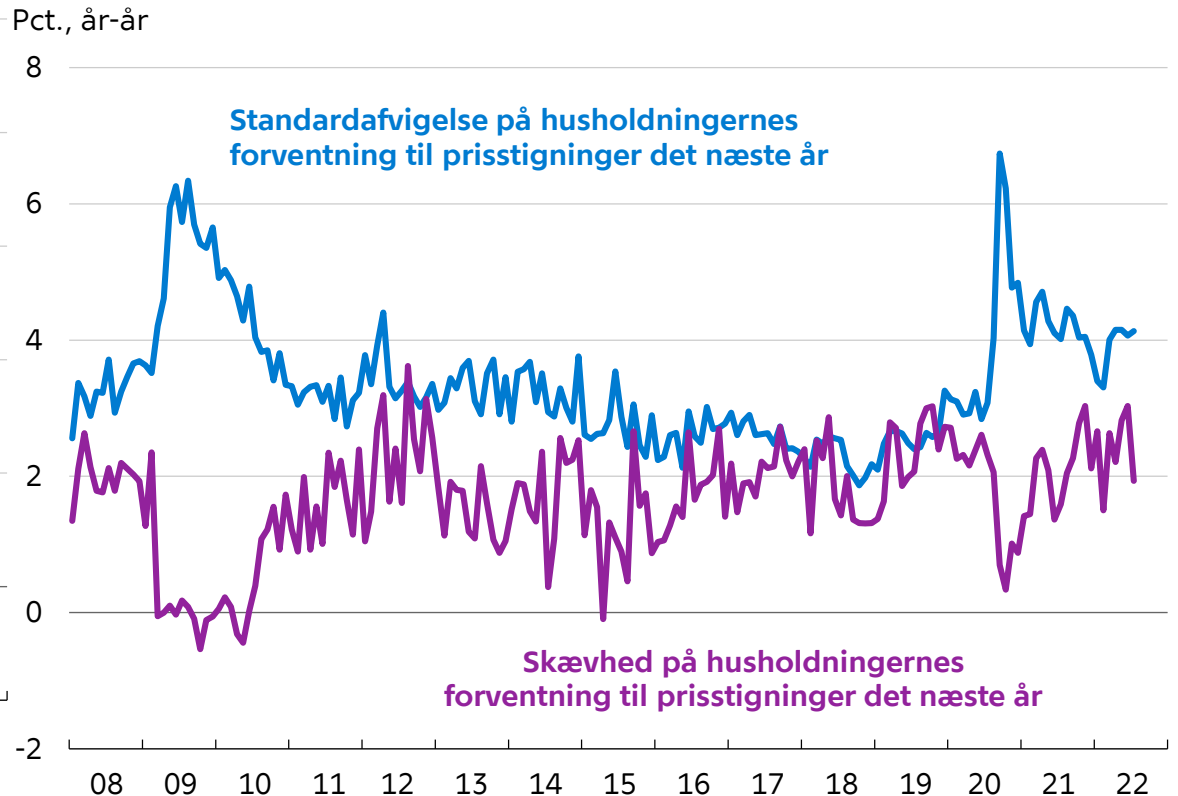
Udviklingen i inflationen fører til større usikkerhed blandt husholdningernes inflationsforventninger

Husholdningerne i Danmark venter høje prisstigninger det næste år



Anm.: Husholdningernes spørgeskemabaserede inflationsforventninger til de næste 12 måneder vægtes efter forskellen mellem den faktiske og opfattede inflation, dvs. at husholdninger, som hverken over- eller undervurderer de faktiske prisstigninger, tildeles en højere vægt. HICP-inflationen henviser til det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks

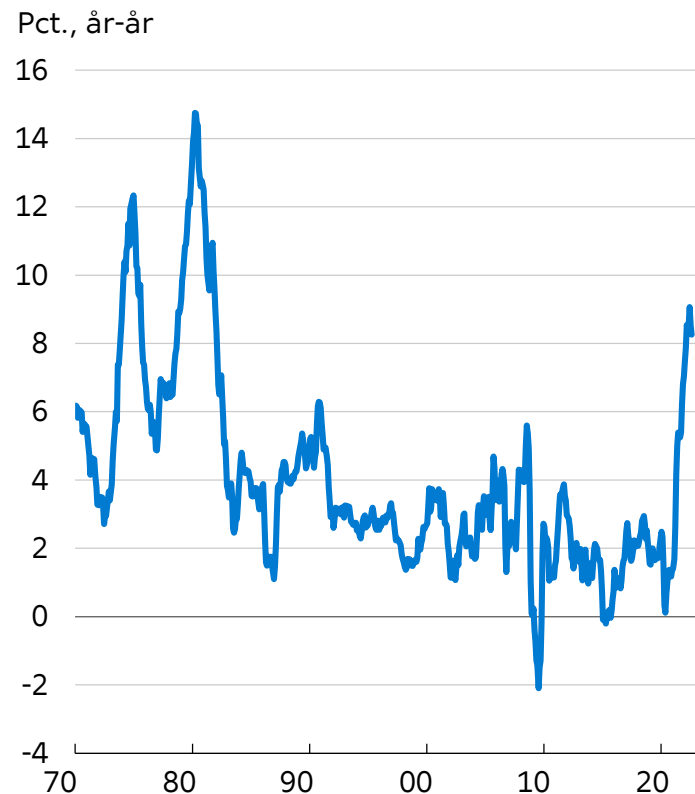
... og usikkerheden er på et stadigt højt niveau



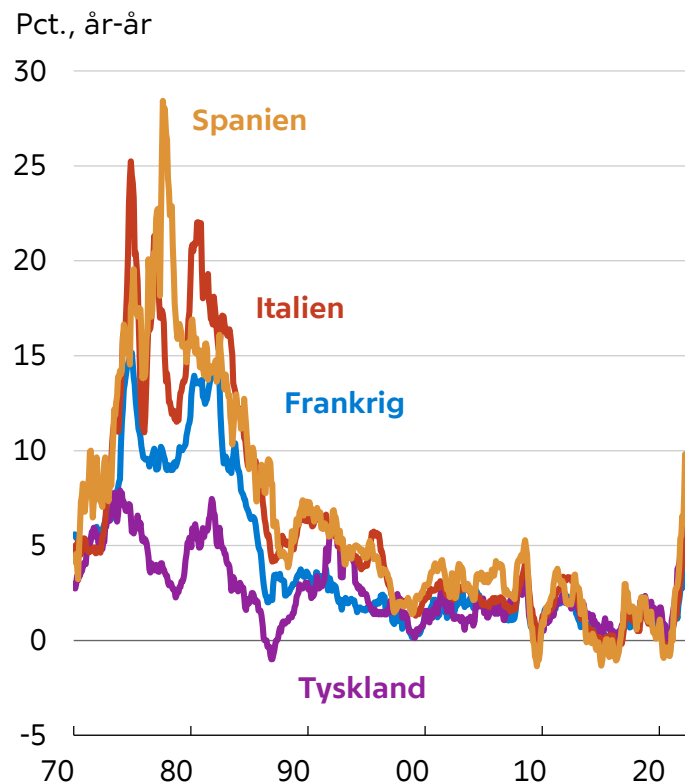
Kilde: Danmarks Statistik, Macrobond samt egne beregninger (begge figurer).

Sammenligning med 1970'erne – den nuværende inflation er højere i Tyskland men væsentligt lavere i andre eurolande

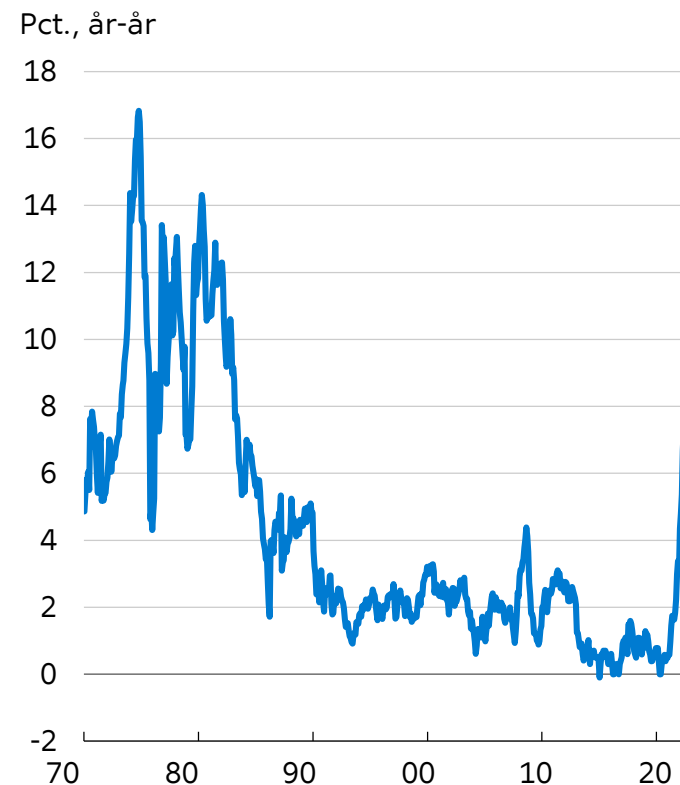
Inflationen i USA er tæt på det gennemsnitlige niveau i 1970'erne



Inflationen i Italien, Spanien og Frankrig er væsentlig lavere end i 1970'erne



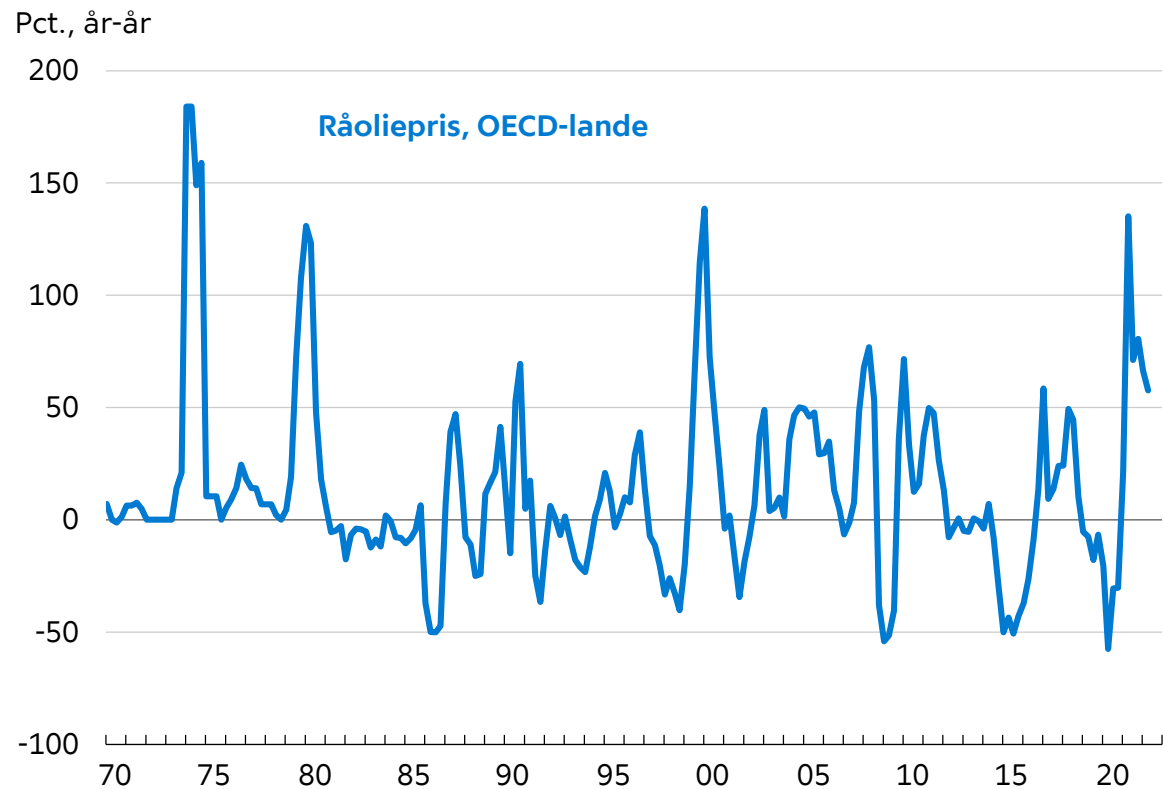
Inflationen i Danmark er tæt på det gennemsnitlige niveau i 1970'erne



Kilde: OECD, Macrobond.

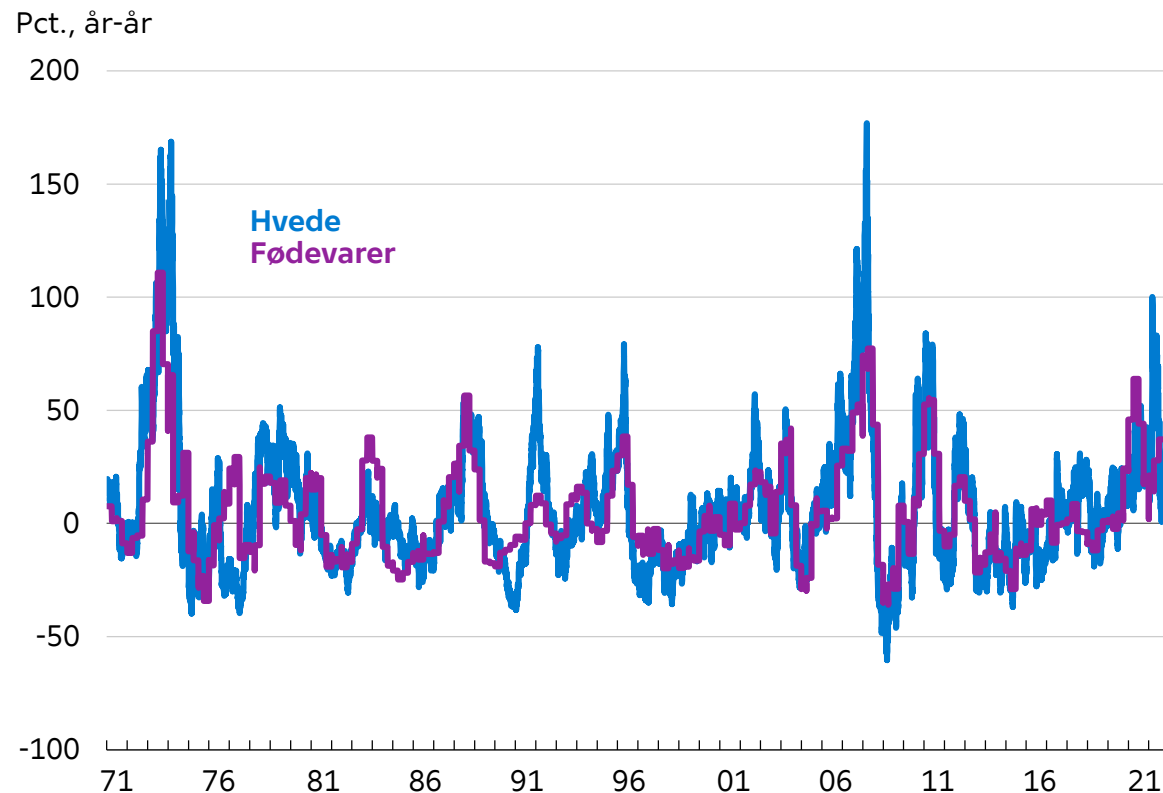
Lighed med 1970'erne – især Europa er ramt af et kraftigt chok i priserne på råvarer

Olieprisen er steget kraftigt, ligesom i 1970'erne



Source: OECD, Macrobond.

... det samme gør sig gældende for fødevarer og hvede



Kilde: S&P, HWWI, Macrobond.

Forskel i forhold til 1970erne – mere troværdige pengepolitiske regimer

USA:

Feds uafhængighed blev svækket under Nixon/Burns, se eks. Bernanke (2022)

Politikere og Fed havde et ikke-monetært, omkostnings-push syn på inflation med begrænset spillerum for pengepolitik

I dag respekterer den nuværende regering Feds uafhængighed

I dag har Fed den holdning, at inflationen på mellemlang sigt kan styres af pengepolitikken

Euroområdet:

Igennem 1970erne havde Bundesbank en høj grad af uafhængighed, mens centralbankerne i Frankrig, Italien og Spanien var mindre uafhængige (se eks. Bernhard 1998).

I dag har ECB prisstabilitet som sit primære mandat, og ECB's uafhængighed er fastlagt ud fra den institutionelle ramme igennem traktaten og statuten.

Danmark:

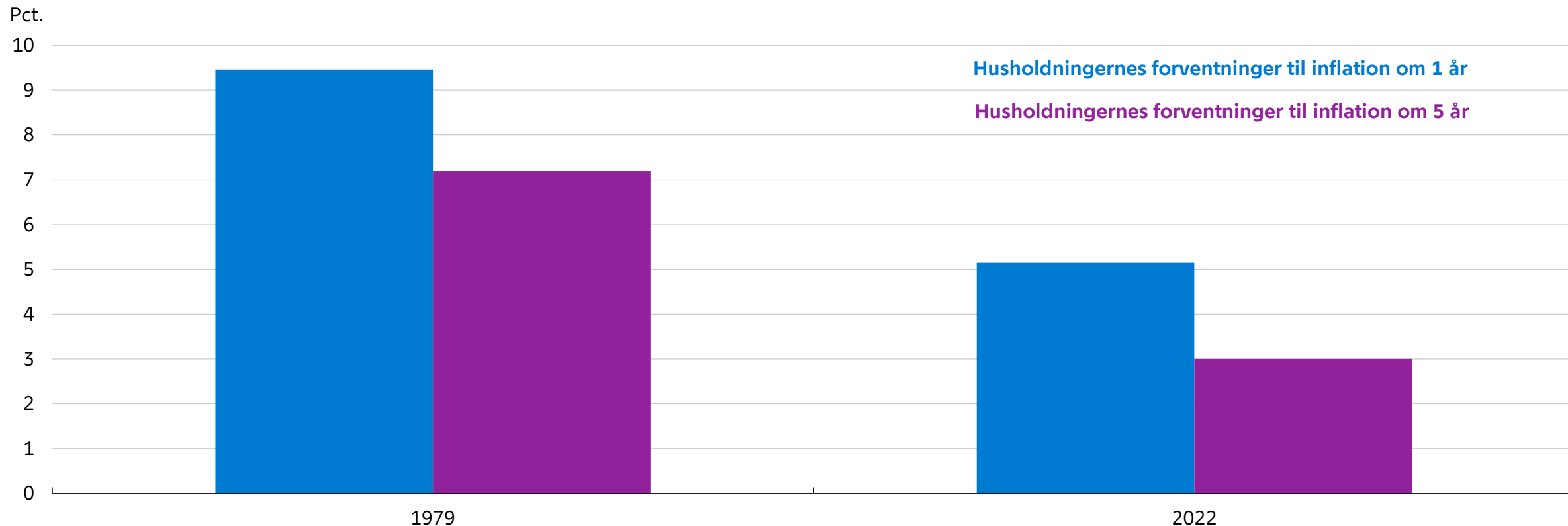
Igennem 1970erne og de tidlige 1980er var der en mangel på troværdighed om den økonomiske politik og fastkurspolitikken, der brød sammen i 1979-1982.

Det ændrede sig i forlængelse af annonceringen om fastkurssystemet i 1982.

I dag er der en høj grad af troværdighed omkring fastkurssystemet og den økonomiske politik generelt.

Forskel i forhold til 1970erne – de mellemlange inflationsforventninger er mere velforankrede

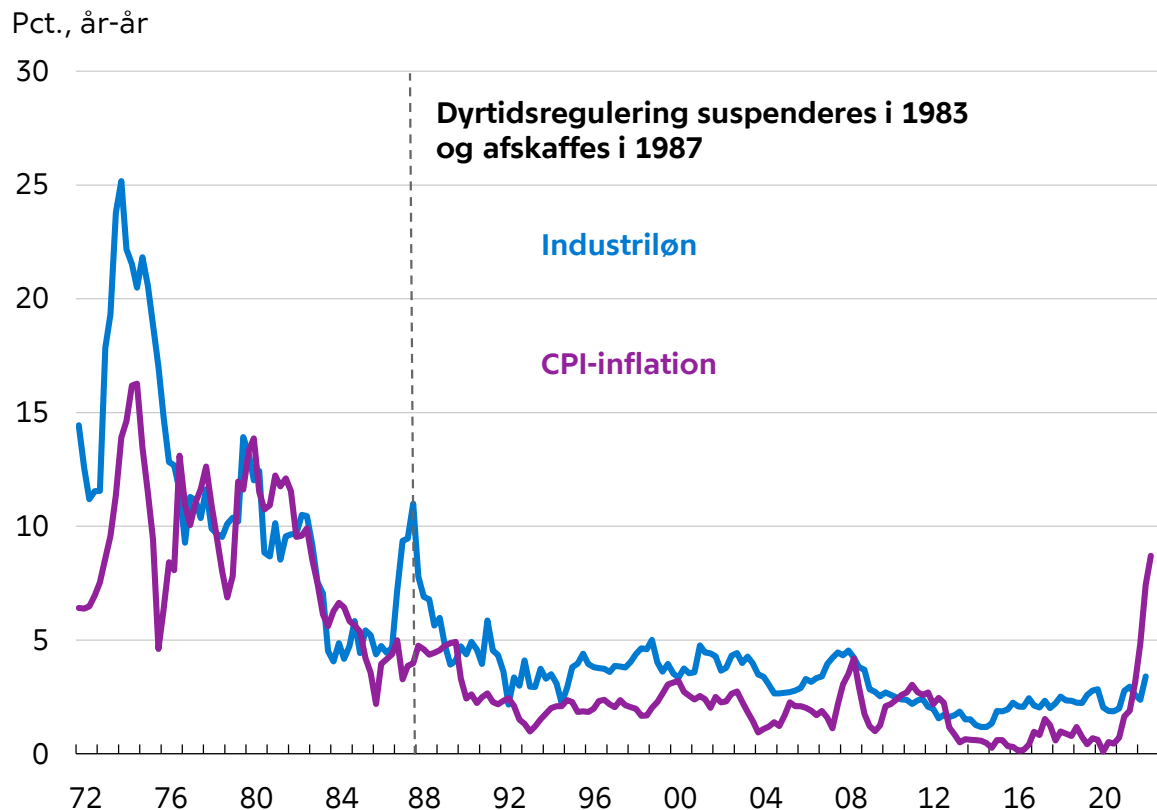
De lange inflationsforventninger var afkoblet i slutningen af 1970erne i USA, hvilket er anderledes i dag



Anm.: Figuren viser spørgeskemabaserede inflationsforventninger fra University of Michigans forbrugerundersøgelse.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

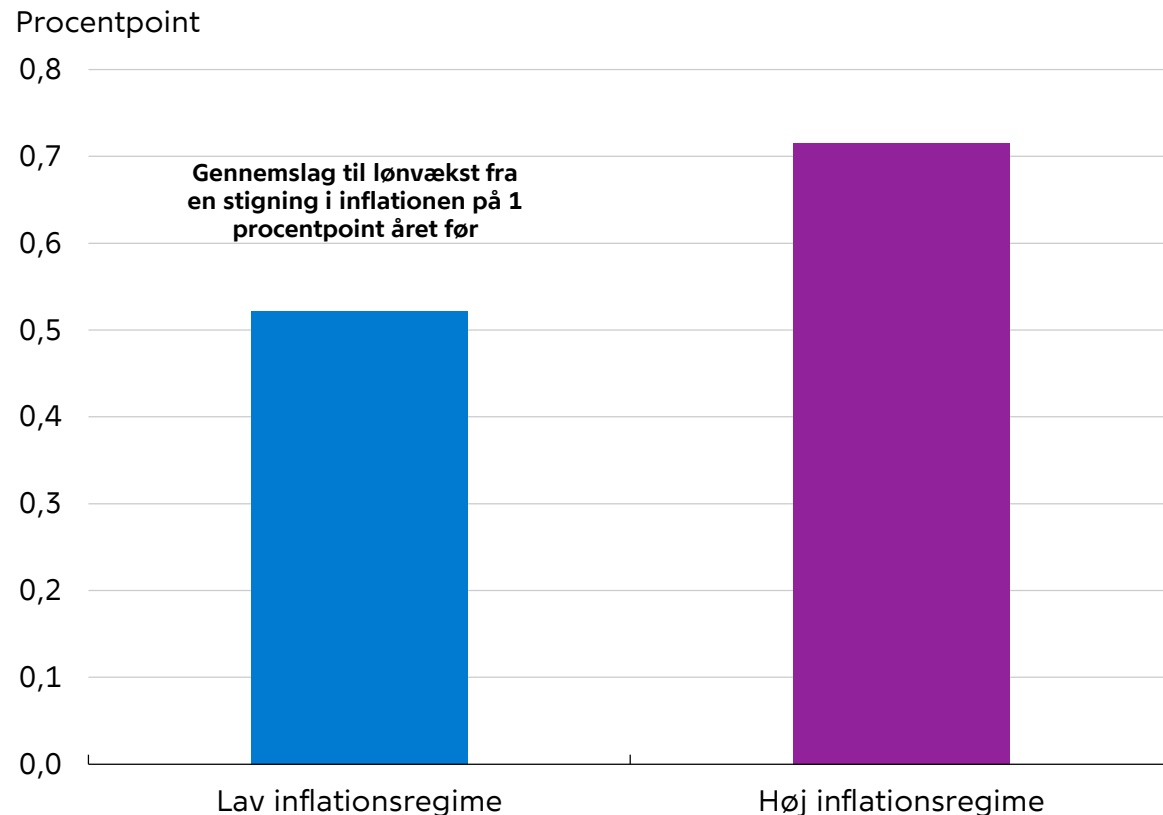
Forskel i forhold til 1970'erne – mindre udbredelse af lønindeksering men høj inflation skaber risiko for løn-pris-spiral

Dyrtidsreguleringen nærrede en løn-pris-spiral i Danmark igennem 1970'erne



Anm.: CPI-inflationen i 3. kvartal 2022 viser data for juli.
Kilde: Macrobond, Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Lønninger reagerer kraftigere på stigende priser, når inflationen i forvejen er høj



Anm.: Et højt inflationsregime er en periode med inflation over 3 pct. Gennemslaget er estimeret via en regressionsmodel, hvor lønvæksten i industrien forklares af inflationen, ledighedsgebet og produktivitetsvæksten året før perioden 1. kvartal 1985 – 2. kvartal 2022. Desuden indgår et interaktionsled mellem inflationen og en dummy-variabel for, om økonomien er i et højinflationsregime.
Kilde: Macrobond, Danmarks Nationalbank, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Konklusion

1) Der er væsentlige forskelle imellem inflationen i USA, euroområdet og Danmark

Tjenesteydelser fylder mest i amerikansk inflation.

Energi bidrager mest til inflationen i euroområdet og Danmark, men fødevarer er også vigtigt

2) Drivkræfter lige nu

Kraftig efterspørgsel i USA driver global inflation

Udbudseffekter i euroområdet og Danmark er især relateret til energi, hvor de er centreret om arbejdsmarkedet i USA

3) Drivkræfter fremadrettet

Lavere global vækst og strammere pengepolitik peger i retning af lavere inflation, men lempelig finanspolitik i flere europæiske lande trækker i den modsatte retning

Energipriser er den helt store usikkerhedsfaktor

4) Vores forventninger til inflationen i Danmark

Høj inflation på kort sigt pga. høje energiprisstigninger

Lavere inflation på mellemlang sigt men inflationen vil forblive højere end i årene før pandemien

5) Der er store forskelle til situationen i 1970'erne

Lighed: Kraftig stigning i energi- og fødevarerpriser

Forskelle: a) uafhængige centralbanker, b) velforankrede inflationsforventninger og c) mindre udbredelse af lønindeksering



Mange tak

Referencer

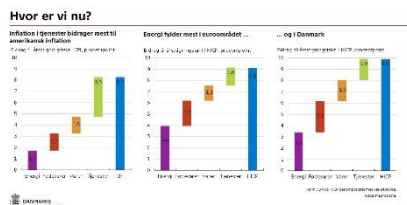
- Adolfsen, Jakob og Pedersen, Jesper (2019), The natural real interest rate in Denmark has declined, Nationalbanken, (analyse)
- Bernanke, Ben (2022), 21st Century Monetary Policy – The Federal Reserve from the Great Inflation to Covid-19, W. W. Norton & Company.
- Bernhard, William (1998), A political explanation of Variations in Central Bank Independence, The American Political Science Review.
- Bess, Mikkel og Mohammad, Saman (2021), Tre erfaringer fra den danske lønkompensationsordning, Nationalbanken (economic memo)
- Bobeica, Elena, Ciccarelli, Matteo og Vansteenkiste, Isabel, (2019), The link between labor cost and price inflation in the euro area, ECB Working Paper.
- BIS (2022a), Are major advanced economies on the verge of a wage-price spiral?
- BIS (2022b), Inflation: A look under the hood, BIS Annual Economic Report
- Borgensgaard, Pernille (2022), Job retention during the Covid-19 pandemic, Nationalbanken (working paper)
- Danmarks Nationalbank (2022a), Udsigter for dansk økonomi, Presset i økonomien bør dæmpes, september 2022.
- Danmarks Nationalbank (2022b), Monetære og finansielle tendenser, Strammere pengepolitik har gjort finansiering dyrere, Marts 2022.
- Gunella, Vanessa og Schuler, Tobias (2022), Implications of the terms-of-trade deterioration for real income and the current account, ECB Economic Bulletin, Issue 3/2022
- Harr, Thomas (2022), Den høje inflation – hvorfor og hvorhen, Danmarks Nationalbank, (tale) september 2022

Referencer

- Kalemli-Özcan, Sebnem et al (2022), Global supply chain pressure, international trade, and inflation, ECB Forum on central banking
- Koester Gerrit og Grapow, Helen, (2021), The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages, ECB Economic Bulletin
- Lagarde, Christine (2022), Monetary policy in the euro area, Karl Otto Pöhl lecture (tale), september 2022
- Miranda-Agrippino, Silvia og Ricco, Giovanni (2021), The transmission of monetary policy shocks, American Economic Journal: Macroeconomics.
- Romer, Christina og Romer, David (2004), A new measure of monetary shocks: Derivation and implications, American Economic Review
- Schnabel, Isabel (2022), Reconciling the macro and micro evidence on the effects of monetary policy, 7th ECB Annual research conference (tale), september 2022

DET TALTE ORD GÆLDER

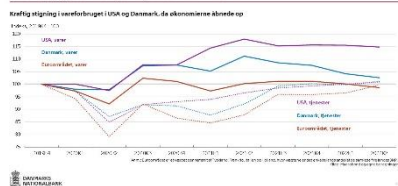
- Tak for at invitere mig til at holde et indlæg ved Finansforeningens netværksmøde om inflation.
- Den nuværende meget høje inflation udgør en betydelig samfundsmæssig omkostning både globalt og i Danmark, og det er den vigtigste makroøkonomiske udfordring i dag.
- I dag vil jeg tale om de fremadrettede drivkræfter for inflationen, vores forventninger og sammenligningen med 1970'erne.
- Jeg vil fokusere på tre avancerede økonomier: USA, euroområdet og Danmark, og på ligheder og forskelle.



Slide 3:

- Lad os først se på, hvor inflationen er lige nu i de tre økonomier, og hvor den stammer fra. I August var inflationen 8,3 pct. i USA, 9,1 pct. i euroområdet og 9,9 pct. i Danmark.
 - Tjenesteydelser fylder mest i amerikansk inflation.
 - Prisstigningerne på energi forklarer en stor del af inflationen i euroområdet.
 - I Danmark er inflationen domineret af kraftige prisstigninger på energi og fødevarer.

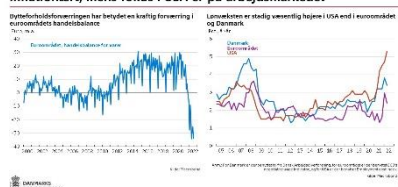
Drivkræfter lige nu: Stærk efterspørgsel i USA, mens efterspørgslen er på vej ned i Danmark



Slide 4:

- Der er mange drivkræfter bag den nuværende høje inflation – se fx Harr (2022) for en detaljeret gennemgang. Her vil jeg fokusere på et par af dem.
- Da økonomierne genåbnede, var der et meget kraftigt opsving i forbruget af varer relativt til serviceydelser, se figur.
 - Det afspejlede, at vareproducerende erhverv var åbne (til dels online), hvorimod serviceerhverv i højere grad var underlagt restriktioner.
 - Opsvinget i vareforbruget var meget kraftigt i USA, men også i Danmark.
- I euroområdet bevægede forbrugerne sig også over mod varer og væk fra serviceydelser, men den private efterspørgsel var svagere end i USA og Danmark. Da økonomierne genåbnede, var der stadig kraftige forstyrrelser i de globale værdikæder. Det forværede inflationsudfordringerne.
- Forbrugsopsvinget i især USA var understøttet af kraftig penge- og finanspolitisk stimulans.
- Den kraftige stimulans i USA løftede den disponible indkomst og bidrog til at understøtte det private forbrug.
- I Danmark betød udbetalingen af de indefrosne feriepenge også en stigning i den disponible indkomst og forbruget.

Drivkræfter lige nu: Europas bytteforholdsforværring er inflationært, mens fokus i USA er på arbejdsmarkedet

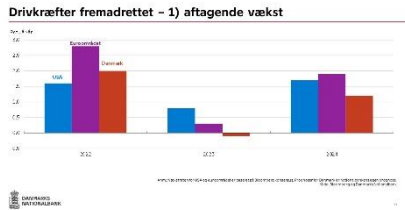


Slide 5:

- Samtidig med ovennævnte efterspørgselschok har forskellige udbudschok ramt Europa og USA. Forskning tyder på, at udbuds faktorer har betydet mere for inflationen i euroområdet, mens efterspørgselsfaktorer har betydet mere for inflationen i USA, se eks. Kalemli-Özcan et al (2022).
- I Europa har krigen i Ukraine og konflikten med Rusland mindsket udbuddet af energi. Pga. a) den store andel af energi i euroområdets import, b) stigningen i energipriserne og c) deprecieringen af euroen overfor den amerikanske dollar siden starten af 2021 er euroområdets bytteforhold blevet kraftigt forværret, se ECB 2022.

- Den kraftige stigning i energipriser samt svækkelsen i euroen overfor dollaren er inflationært for euroområdet. Det skyldes både den direkte påvirkning igennem stigende energipriser, men også den indirekte effekt på priserne på varer og tjenesteydelser, der bliver påvirket af stigende råvarepriser og svækkelsen af euroen.¹
 - Bytteforholdsforværringen har betydet en kraftig forværring i euroområdets handelsbalance, se figur til venstre.
- Den kraftige stigning i energipriser og svækkelsen af euroen overfor dollaren er naturligvis også inflationært for Danmark. Men energi vejer mindre i det danske forbrugerprisindeks end i euroområdet, hvilket gør den samlede påvirkning mindre, jf. slide 3, selvom gennemslaget er hurtigere i Danmark. Det sidste kommer jeg tilbage til.
- I USA er udbudsfaktorer i højere grad centreret omkring arbejdsmarkedet. Arbejdsstyrken er større i Danmark, Tyskland og Frankrig end før pandemien, mens den er lidt lavere i USA. Der er flere mulige forklaringer:
 - I USA faldt beskæftigelsen for unge mødre væsentligt i 2020-21, og antallet af personer over 55 år, som ikke er en del af arbejdsstyrken, steg, se Pizzinelli og Shibata (2022). I USA steg antallet af arbejdsløse med over 20 millioner mennesker i april 2020.
 - I Danmark er der indikationer på, at lønkompensationsordningen reddede job, se Bess og Abadi (2021) og Borgsgaard (2022). Stigningen i arbejdsstyrken i Danmark i forhold til faldet i USA kan blandt andet afspejle de forskellige kompensationsordninger i de to lande.
- I USA er lønvæksten steget kraftigt i kølvandet på pandemien, mens stigningen har været mere begrænset i euroområdet og Danmark, se figur til højre. Den høje lønvækst i USA skal ses i lyset af kraftig efterspørgsel men afspejler formentlig også udbudsudfordringer i kølvandet på pandemien.
- Den høje lønvækst er formentlig en væsentlig forklaring på den store stigning i priserne på tjenesteydelser i USA, som fortsat er væsentligt højere, end den er i euroområdet og Danmark.
- For at opsummere er inflationsudfordringen i euroområdet og Danmark i højere grad udbudsrevet og relateret til de kraftige energiprisstigninger. Svækkelsen af euroen bidrager også til højere inflation. I USA er inflationen i højere grad drevet af efterspørgslen, hvor udbudseffekter i højere grad er centreret om arbejdsmarkedet.

¹ Modeller, som centralbanker i euroområdet benytter sig af, indikerer, at den indirekte effekt af højere energipriser på nuværende tidspunkt bidrager med omkring 1/3 af kerneinflationen i euroområdet, Lagarde 2022.



Slide 6:

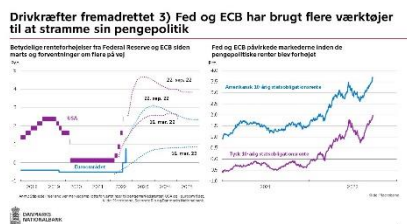
- I det følgende vil jeg fremlægge de faktorer, der kan tænkes at have betydning for inflationen over de kommende år i alle tre økonomier. Den første faktor er aftagende vækst.
- Konsensusforventningerne for amerikansk og europæisk vækst er blevet kraftigt nedrevideret siden starten af året. Det afspejler bl.a. den højere inflation og de højere renter.
 - Siden marts er konsensusforventningerne til væksten i USA faldet til 1,6 pct. i 2022 fra 3,7 pct., mens forventningerne i 2023 er faldet til 0,8 pct. fra 2,5 pct.
 - Siden marts er konsensusforventningerne til væksten i euroområdet faldet til 2,8 pct. i 2022 fra 4,0 pct., mens forventningerne i 2023 er faldet til 0,3 pct. fra 2,5 pct.
 - I Danmark er vores forventninger til væksten nedjusteret til 2,0 pct. i 2022 fra 2,1 pct. i vores prognose i marts, mens vi nu forventer -0,1 pct. i 2023, hvor vi forventede 2,1 pct. i marts, se Danmarks Nationalbank 2022a.
- Svagere global efterspørgsel vil over tid betyde en mindre fordelagtig udvikling i disponible indkomster og i beskæftigelsen i alle tre økonomier.
- Samlet set vil lavere global vækst have en afdæmpende effekt på inflationen, men det er usikkert, hvor stor effekten vil være, og hvad tidshorizonten er. Det er især tilfældet i den nuværende situation, hvor vækstafmatningen bl.a. skyldes udbudsfaktorer.



Slide 7:

- Finanspolitikken er en anden faktor, der bliver afgørende for inflationen i de kommende år i både USA, euroområdet og Danmark. I år og næste år er der udsigt til en strammere finanspolitik i USA efter at have været meget ekspansiv under coronapandemien, se figur til venstre.
- I euroområdet bliver finanspolitikken lempet i mange lande, da regeringer forsøger at understøtte købekraften og afbøde de høje forbrugerprisstigninger.

- Mange regeringer har sat deres energifgifter ned og/eller udbetalt betydelige beløb til husholdninger som kompensation for høje energiudgifter, se figur til højre. Det skaber prisforvridninger og mindsker incitamentet til at reducere energiforbruget. Hertil kommer initiativer fra udrulningen af EU's genopretningsfond og øgede offentlige udgifter til energiomstilling og forsvar.
- Samlet set er finanspolitikken lempelig i euroområdet både i år og til næste år. Det er med til at holde hånden under efterspørgslen, og det øger isoleret set både størrelsen og varigheden af presset på priserne. Dermed øges behovet for at opstramme pengepolitikken.
- I Danmark er finanspolitikken strammere end i euroområdet, og regeringens finanslovsforslag for 2023 indebærer en opstramning i forhold til 2022. Der er imidlertid fortsat betydelige eftervirkninger på økonomien fra de finanspolitiske tiltag, som de seneste år har skubbet kraftigt til efterspørgslen herhjemme. Finansministeriet skønner i Økonomisk Redegørelse fra august, at finans- og strukturpolitikken samlet set øger produktionsgabets med knap 1 pct. i 2023, målt som den flerårige finanseffekt. Derudover vil den såkaldte Vinterhjælpsspakke sandsynligvis øge kapacitetspresset.



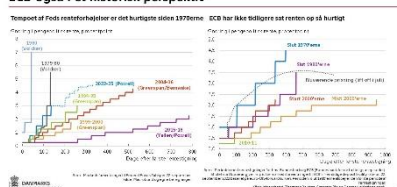
Slide 8:

- Pengepolitik er den afgørende faktor til at styre inflationen på mellemlang sigt. Centralbanker kan påvirke efterspørgslen og derved inflationen i økonomien med flere pengepolitiske værktøjer, der påvirker renten for forskellige løbetider.
 - De korte pengepolitiske renter er bestemmende for rentekurvens overordnede niveau.
 - Forventninger til fremtidige pengepolitiske renter er bestemmende for hældningen på rentekurven.
 - Obligationsopkøb nedbringer løbetidspræmien på obligationer og påvirker dermed særligt den lange ende af rentekurven.
- Det seneste år har Fed og ECB strammet pengepolitikken væsentligt.
 - I november 2021 begyndte Fed at reducere deres nettoobligationsopkøb. Siden marts i år har Fed hævet renten 300 bp til 3,00-3,25 pct. og er begyndt at reducere deres balance, se figur til venstre.
 - I marts 2022 begyndte ECB at reducere deres obligationsopkøb, hvilket de stoppede ved udgangen af 2. kvartal.

Siden juli har ECB forhøjet de pengepolitiske renter med 125 bp.

- Feds og ECB's stramninger har forøget både de korte og lange renter i USA og eurozonen, se figur til højre.
- Der findes en omfattende litteratur, som analyserer den pengepolitiske transmission – altså hvordan pengepolitik påvirker den økonomiske aktivitet og inflation.
 - En del af litteraturen undersøger effekten af pengepolitiske renteændringer ved hjælp af makrodata, strukturelle vektor-autoregressive modeller (SVAR-modeller), pengepolitiske chok (Romer and Romer 2004) samt dynamiske stokastiske generelle ligevægtsmodeller (DSGE-modeller). Denne gren af litteraturen finder lange og variable lags, hvor efterspørgslen påvirkes før inflationen. Ydermere, når inflationen er tæt på målsætningen på 2 pct., er effekten på inflationen relativt begrænset i forhold til effekten på den økonomiske aktivitet.
 - En nyere del af litteraturen identificerer højfrekvente stød, hvor nogle studier tager ydermere højde for informations-effekter, eks Miranda-Agrippino og Ricco (2021). Denne litteratur finder generelt relativt hurtigere men begrænsede effekter.
 - En ny gren af litteraturen analyserer fra et mikroperspektiv, hvordan virksomheder ændrer priser. Der er ikke dannet konsensus indenfor denne gren af litteraturen, men der er indikationer på, at virksomheder ændrer priser hurtigere, hvis inflationen er høj. Det betyder altså, at når inflationen er høj, er Philips-kurven relativt stejl, og derved er der mulighed for, at pengepolitik kan have større effekt, se Schnabel (2022).
- Vi forventer, at stramningen af pengepolitikken i USA, euroområdet og Danmark vil have en afdæmpende effekt på inflationen over tid, men hvor hurtig effekten vil være, og hvor meget stramning der er behov for, er usikkert. På langt sigt vil inflationen være omkring 2 pct., som er Fed og ECB's målsætning, så længe inflationsforventningerne er velforankrede. På langt sigt er der desuden en meget tæt sammenhæng mellem prisudviklingen i Danmark og euroområdet pga. fastkurspolitikken.

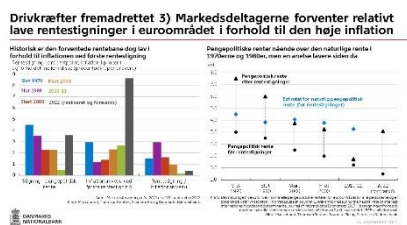
Drivkræfter fremadrettet 3) Kraftige renteforhøjelser fra Fed og ECB også i et historisk perspektiv



Slide 9:

- I forhold til tidligere perioder med renteforhøjelser har Fed denne gang forhøjet renten i det hurtigste tempo siden 1979-1980, jf. figur til venstre samt Danmarks Nationalbank (2022b).

- Markedspriserne indikerer en forventet rentebane (stiplet blå kurve), hvor tempoet af renteforhøjelserne aftager over den kommende tid.
- Udgangspunkterne for de pengepolitiske renter er meget lavere end tidligere episoder med stigende renter bortset fra serien af renteforhøjelser, der startede i 2015.
- ECB har ikke før i euroens levetid forhøjet renten så hurtigt, og det er sket væsentligt hurtigere, end det var tilfældet under højkonjunktoren før finanskrisen (orange kurve), jf. figur til højre.
 - Markedspriserne indikerer en forventet rentebane (stiplet sort kurve), hvor tempoet af renteforhøjelserne Bundesbankens renteforhøjelser i 1979-1980.
 - Udgangspunkterne for de pengepolitiske renter i år var de laveste i euroens levetid og væsentligt lavere end udgangspunktet for Bundesbank i slutningen af 1970'erne og slutningen af 1980'erne.



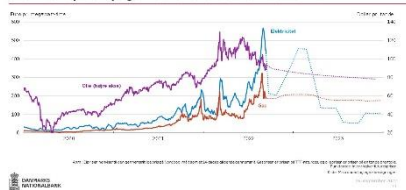
Slide 10:

- I en historisk kontekst og i forhold til inflationen fremstod de forventede rentestigninger lave, før ECB forhøjede renten d. 21. juli 2022, jf. figur til venstre.
 - Det afspejler bl.a., at ECB brugte flere forskellige instrumenter i 2022 end under de tidligere episoder med rentestigninger.
- De pengepolitiske renter nåede i Tyskland over estimer for den naturlige rente i 1970'erne og 1980'erne, men rentestigninger i euroområdet har siden da knap nået den naturlige rente, jf. figur til højre.²
 - Den pengepolitiske rente var efter alt at dømme under niveauet for den naturlige rente ved indgangen til 2022, og de realiserede og forventede rentestigninger i løbet af året vil medføre, at afstanden til den naturlige rente gradvist lukkes, se Lagarde (2022).³

² Den naturlige rente er et teoretisk begreb, som dækker over det niveau for styringsrenten, som er neutralt for den økonomiske vækst, dvs. som hverken er kontraktivt eller ekspansivt, se Adolfsen og Pedersen (2019). Det niveau sikrer derfor i teorien en stabil prisudvikling omkring den pengepolitiske målsætning på 2 pct. på mellemlangt sigt. Der er væsentlig usikkerhed forbundet med at estimere en nominal naturlig rente.

³ ECB har på det seneste ikke udtalt sig præcist om niveauet for den naturlige rente i euroområdet.

Drivkræfter – 4) Stor usikkerhed om de fremtidige energipriser, men futurespriser peger nedad over de kommende år

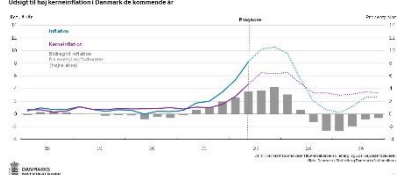


Slide 11:

- Den sidste faktor jeg vil nævne er energipriser. De globale energimarkeder præges af kraftigt forhøjede og meget svingende priser som følge af krigen i Ukraine.
- Siden foråret har lavere leverancer og usikkerhed om fremtidig forsyning af energi fra Rusland derfor ramt de europæiske energimarkeder særligt hårdt, mens fx den amerikanske gaspris er steget mindre end den europæiske.
- Hen over sommeren har Rusland yderligere reduceret gasforsyningen til Europa, hvilket har ført til nye, kraftige prisstigninger på naturgas. Ikke desto mindre er gaslagrene i EU steget de seneste måneder og var ved udgangen af august på niveau med det samme tidspunkt i 2015-20, bl.a. på grund af øget tilstrømning af LNG-gas.
- De høje gaspriser har sammen med tørke og andre vejrelaterede begivenheder også forøget prisen på elektricitet, bl.a. fordi elprisen fastsættes af den dyreste nødvendige elproducerende enhed, hvilket i mange tilfælde er et gasværk.
- De kraftige prisstigninger på energiråvarer påvirker forbrugerpriserne både direkte gennem højere priser på energiprodukter og indirekte via højere omkostninger hos virksomhederne, som løfter forbrugerpriserne på øvrige varer og tjenester, i takt med at de højere omkostninger transmitteres over på forbrugerne.
- Futurespriserne på energiråvarer peger i retning af, at priserne på olie og gas forbliver høje frem mod vinteren, mens elprisen tager kraftigt til frem mod vinteren, hvorefter den falder brat igen.
- De kraftige stigninger i gas og elpriser henover sommeren og futurespriserne peger i retning af, at årsstigningstakten i forbrugerpriserne på energi vil stige de kommende måneder, især i Danmark og euroområdet.
- Hvis energipriserne udvikler sig som futurespriserne tilsiger, vil stigningstakten i forbrugerpriserne på energi blive kraftigt negativ i andet halvår af 2023.

Vores forventninger: Prisstigningerne forbliver høje i 2023, men bliver væsentligt lavere end i år

Udsigt til høj kerneinflation i Danmark de kommende år

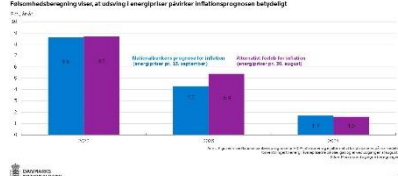


Slide 12:

- I det følgende vil jeg gå igennem vores forventninger til inflationen i Danmark over de kommende år. Vi forventer at inflationen herhjemme toppe på ca. 11 pct. i december 2022, hvorefter de i øjeblikket meget høje prisstigninger på energi og fødevarer bøjer af og dermed bidrager til gradvist lavere inflation de kommende år.
 - Konkret forventer vi de danske forbrugerpriser stiger 8,6 pct. i 2022, hvorefter prisstigningstakten aftager til 4,3 pct. i 2023 og 1,7 pct. i 2024, se figur.
 - For at beregne vores inflationsprognose benytter vi futurespriserne på energiråvarer, som peger i retning af, at priserne på olie, el og gas forbliver høje hen over vinteren men bliver kraftigt negativ i 2. halvår 2023.
 - På den baggrund skønnes forbrugerpriserne på energi i prognosen at stige 45 pct. i 2022, falde knap 3 pct. i 2023 og falde ca. 15 pct. i 2024.
 - Kerneinflationen i Danmark ventes at stige til 5,1 pct. i 2022. Denne stigning afspejler, at lønstigninger drevet af pres på arbejdsmarkedet og virksomhedernes omkostninger til højere råvarepriser på bl.a. energi gradvist væltes over i forbrugerpriser. I de følgende år ventes kerneinflationen at aftage gradvist til 4,5 pct. i 2023 og 3,2 pct. i 2024.

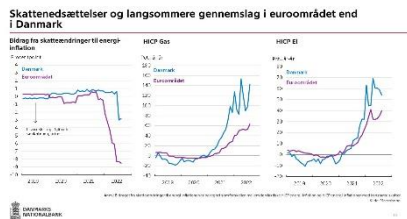
Energiprisantagelser er meget afgørende for inflationsprognose

Følgende beregning viser, at udsving i energipriser påvirker inflationsprognosen betydeligt



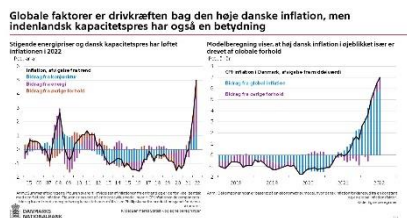
Slide 13:

- ECB forventer i sin seneste prognose baseret på information frem til d. 22. august, at forbrugerpriserne i euroområdet toppe på 9,2 pct. i 4. kvartal 2022 og i gennemsnit stiger med 8,1 pct. i 2022, 5,5 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024.
- Vi forventer således, at den gennemsnitlige inflation i Danmark i 2022 bliver højere end i euroområdet, og at det modsvares af en lidt lavere gennemsnitlig dansk inflation i 2023-24. Det skyldes flere faktorer:
- For det første er vores prognose baseret på data frem til midten af september, og futurespriserne på energi er faldet siden slutningen af august, der var ECB's cut-off-dag. Vores prognose for inflationen i Danmark i 2023 vil stige til 5,4 pct. fra 4,3 pct., hvis den var baseret på markedets forventninger til energiråvarepriserne ved udgangen af august i stedet for midten af september.



Slide 14:

- For det andet skyldes forskellen i profilen for inflationsprognoserne i euroområdet og Danmark, at lande i euroområdet i gennemsnit har sænket skatten på el og fossile brændstoffer mere, end vi har gjort det i Danmark, jf. højre figur på slide 7. Disse tiltag i euroområdet afbøder i første omgang energiprisstigningerne, men de skubber efterfølgende inflationen op ude i fremtiden, når de udfases.⁴ Bemærk at afgiftsnedsættelser i store lande må forventes at påvirke egne producentpriser afhængig af markeds lokale karakter, mens en væsentlig del af effekten øger priserne i nabolande afhængig af sammenhæng imellem markederne.
- For det tredje er gennemslaget fra energiråvarepriser til forbrugerpriserne sket hurtigere i Danmark end i euroområdet, især for gas. Fastpriskontrakter på el spiller kun en begrænset rolle i opgørelsen af det danske forbrugerprisindeks, hvor hovedparten af elpriserne justeres enten månedligt eller hvert kvartal. Det taler for, at gennemslaget fra råvarepriser til forbrugerpriserne på energi er hurtigt i Danmark.



Slide 15:

- For at danne os en holdning om den forventede fremtidige inflation i Danmark, har vi også estimeret, hvor meget der på nuværende tidspunkt kan tilskrives hhv. globale og lokale forhold. Modelberegninger peger på, at det især er stigende energipriser og den aktuelle højkonjunktur, som har løftet de danske forbrugerpriser i 2022, se figur til venstre.
 - Konjunkturpresset i dansk økonomi har i sig selv øget inflationen med 1,3 procentpoint i 2. kvartal 2022. Det er en smule højere end bidraget i årene op til finanskrisen, hvor

⁴ Folketinget blev d. 23. september enige om en Vinterhjælpepakke, som bl.a. lempet den almindelige elafgift i 1. halvår 2023 med 68,9 øre pr. kWh til 0,8 øre pr. kWh, se [Aftale om vinterhjælp \(fm.dk\)](#). Der er ikke taget højde for dette i vores inflationsprognose.

dansk økonomi ligeledes var præget af et stort kapacitetspres.⁵

- For at få en indikation af betydningen af den høje globale inflation for de danske forbrugerpriser har vi også estimeret en global inflationscyklus, dvs. den del af inflationen, som er fælles på tværs af lande og dermed ikke afspejler specifikke indenlandske forhold.⁶
 - Beregningen viser, at den globale inflationscyklus er taget til i styrke over det seneste år og generelt påvirker forbrugerpriserne i Danmark væsentligt. I perioden 2001-22 står den globale inflationscyklus fx for ca. 85 pct. af udsvingene i den danske CPI-inflation. Hovedparten af den aktuelle stigning i de danske forbrugerpriser afspejler også et øget globalt prispres. Konkret peger en modelberegning på, at afsmittende effekter fra den globale inflationscyklus har løftet den danske inflation med knap 6 procentpoint i juli, se figur til højre. Det er mindre end den samlede stigning i inflationen og peger på, at det kraftige kapacitetspres i dansk økonomi også bidrager til de høje forbrugerprisstigninger herhjemme.



Slide 16:

- Endeligt er det vigtigt at have et overblik over hvad inflationsforventninger fortæller os for at have et syn på den fremtidige inflation. Inflationsforventninger er meget svære at måle præcist på. Men vi ved, at jo længere tid inflationen er høj, jo større er sandsynligheden for, at den også forventes at være høj fremadrettet.
- Det meste evidens peger på, at inflationsforventningerne i alle tre økonomier er velforankrede omkring 2 pct. på langt sigt.
 - Både markeds- og spørgeskemabaserede indikatorer viser, at de langsigtede inflationsforventninger generelt er forankrede omkring inflationsmålsætningen i USA og euroområdet, se figur til venstre. Det understøtter forventningen om, at de høje prisstigninger bøjer af over tid.

⁵ I beregningen bestemmes det estimerede konjunkturbidrag til inflationen især af størrelsen på størelsen på produktionsgabet og hældningen på Phillipskurven, dvs. gennemslaget fra kapacitetspres til inflationen. Produktionsgabet i dansk økonomi var ifølge modellen kraftigt positivt i 2. kvartal 2022, hvilket sammen med at Phillipskurven bliver estimeret til at være relativt stejl giver anledning til et betydeligt konjunkturbidrag til forbrugerpriserne.

⁶ Den globale inflationscyklus er estimeret som den første principal komponent af inflationen i 23 OECD-lande i perioden januar 2001-juli 2022. Dekomponeringen er baseret på en økonometrisk model, hvor dansk inflation forklares ud fra en konstant og den globale inflationsfaktor.

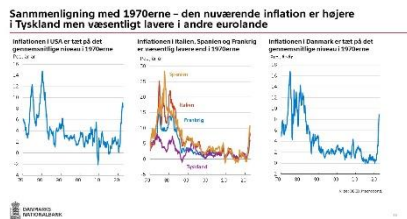
- I både USA og euroområdet forventer husholdningerne dog stadig, at inflationen om 3 år overstiger inflationsmålsætningen på 2 pct., se figur til højre.
- Risikoen for en afkobling af inflationsforventningerne er således til stede og stiger givetvis, jo længere tid inflationen forbliver høj.



Slide 17:

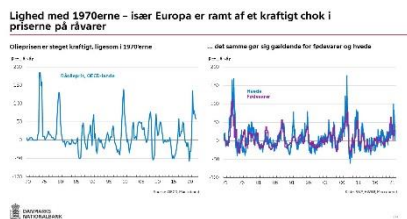
- I Danmark er husholdningernes gennemsnitlige forventninger til prisstigninger over de kommende 12 måneder steget og lå i juli på 7,3 pct., se figur til venstre.
- Fordelingen af husholdningernes inflationsforventninger indeholder yderligere nyttig information om den fremtidige prisudvikling.⁷
- For eksempel så man i slutningen af 1960'erne, at en stigende spredning og skævhed kan være en indikation på, at de gennemsnitlige inflationsforventninger tager til senere, se Reis 2022.
- I øjeblikket er spredningen på husholdningernes inflationsforventninger forholdsvis stor, hvilket tyder på, at de er blevet mere uenige om den fremtidige inflation, efter at pandemien brød ud, se figur til højre.
- Omvendt er skævheden af husholdningernes inflationsforventninger omkring sit langsigtede niveau, dvs. at der ikke er flere husholdninger end normalt, som har meget høje inflationsforventninger.
- Jeg fortolker denne udvikling som tegn på, at vi har nået et punkt, hvor der er stor usikkerhed om, hvor økonomien er på vej hen, snarere end en indikator på, hvor forventningerne er på vej hen. I flere tidligere episoder med høj usikkerhed har vi set en lignende udvikling, uden at det har ledt til en afkobling af inflationsforventningerne.

⁷ En analyse på amerikanske data finder fx, at både median, spredning og skævhed af husholdningernes inflationsforventninger bidrager til at forklare udviklingen i den fremtidige inflation, se Tobias Adrians tale, Are household inflation expectations de-anchoring, 17. maj 2022.



Slide 18:

- Ser man tilbage til en tidligere periode med høj inflation, er det relevant at sammenligne med 1970'erne.
 - I 1970'erne var inflationen i USA omtrent 7 pct., hvor den nåede sit højeste niveau i 1979-1980 med et gennemsnit på næsten 12,4 pct. Inflationen i USA er således en anelse højere nu end det gennemsnitlige niveau i 1970'erne men væsentligt lavere end i slutningen af 1970'erne.
 - Inflationen i især Italien og Spanien men også Frankrig er væsentligt lavere i dag end det gennemsnitlige niveau i 1970'erne, mens det omvendte er tilfældet for Tyskland.
 - I Danmark er inflationen på nuværende tidspunkt tæt på det gennemsnitlige niveau i 1970'erne.



Slide 19:

- En oplagt lighed imellem situationen i 1970'erne og situationen nu er den kraftige stigning i energi og fødevarerpriser, jf. figurer. Det har især ramt Europa, jf. slide 5.
 - Europæiske gas og elektricitetspriser er steget hhv. 105 pct. og 75 pct. siden månederne før invasionen, og omkring hhv. 650 pct. og 450 pct. siden det første halve år i 2021, se Lagarde (2022).
 - Begrænsningen af Ruslands eksport af gas til Europa i lyset af krigen i Ukraine vil have betydning for Europas energiforsyning i flere år frem.
 - I 1970'erne havde de to oliechoks forårsaget af hhv. OPECs embargo og den iranske revolution betydning for olieprisen i flere år bagefter. Det skyldtes at i begge tilfælde var chokkene relateret til vedvarende geopolitiske forandringer, og faldet i olieudbuddet kunne ikke fuldt ud modsvares af olie fra andre kilder, Lagarde (2022).
 - Der er klart ligheder imellem råvareprisstigningerne i 1970'erne forårsaget af geopolitiske ændringer og situationen i dag.

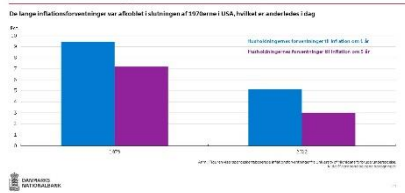
Forskel i forhold til 1970'erne - mere troværdige pengepolitiske regimer

USA:	Euroområdet:	Danmark:
Feds uafhængighed blev svækket under Nixon/Bums. se eks. Bretton Woods (2022). Politikere og Fed havde et ikke-monetært omkostningspush i syn på inflation med begrebet spillet om pengepolitik. I dag respekterer den nuværende regering Feds uafhængighed. I dag har Fed den funktion, at inflationen på medlemmerne i et konstant af pengepolitik.	Igenem 1970'erne havde Bundesbank en høj grad af uafhængighed, mens centralbankerne i Frankrig, Italien og Spanien var mindre uafhængige (se eks. Bernhard 1998). I dag har ECB prioriteret som at prioritere mandat, og ECB's uafhængighed er fastlagt i ud fra den institutionelle ramme igennem traktaten og statuten.	Igenem 1970'erne og de tidlige 1980'ere var der en mangel på troværdighed om den økonomiske politik og fastholdt politikken, der bredt sammen i 1979-1982. Det ændrede sig i forbindelse af annonceringen om fastholdt politik i 1982. I dag er der en høj grad af troværdighed omkring fastholdt politik og den økonomiske politik generelt.

Slide 20:

- Se slide

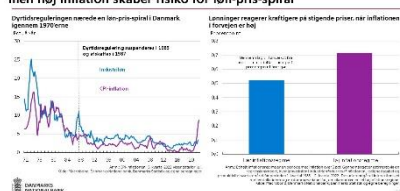
Forskel i forhold til 1970'erne - de mellemlange inflationsforventninger er mere velforankrede



Slide 21:

- En anden væsentlig forskel i dag i forhold til slutningen af 1970'erne er, at de længerevarende inflationsforventninger er klart lavere.
 - Inflationen i USA er i dag ca. den samme som den var i 1979. I 1980 steg inflationen til 15 pct. og Fed hævede renten til 20 pct.
 - Derimod var husholdningernes 5-årige inflationsforventninger i 1979 over 7 pct., mens de i dag er 3 pct.
- De høje inflationsforventninger i slutningen af 1970'erne skyldtes bl.a., at inflationen havde været høj i lang tid.
- Det er ikke tilfældet i dag, hvor inflationen i USA har været høj i ca. 1 ½ år.

Forskel i forhold til 1970'erne – mindre udbredelse af lønindeksering men høj inflation skaber risiko for løn-pris-spiral



Slide 22:

- En yderligere forskel i forhold til 1970'erne er den mindre brug af automatisk lønindeksering til inflation på tværs af lande.⁸
- Herhjemme var det bl.a. den automatiske lønindeksering i dyrtidsreguleringen, som nærede en løn-pris-spiral igennem 1970'erne og starten af 1980'erne, jf. figur til venstre.
- I de efterfølgende årtier har samvariationen mellem løn- og prisstigninger været lavere i Danmark, euroområdet og USA. Det afspejler formentlig institutionelle ændringer, såsom den aftagende brug af automatisk lønindeksering, men også at forbrugere og virksomheder generelt er mindre opmærksomme på prisudviklingen i et lavinflationsregime.
- Det kan derfor være problematisk at ekstrapolere konklusioner fra historiske perioder med lav inflation direkte til den nuværende situation med høj inflation.
- Gennemslaget fra stigende forbrugerpriser til lønninger i Danmark har fx traditionelt været kraftigere, når inflationen i forvejen er høj, se figur til højre. Der er tegn på, at denne sammenhæng også gælder på tværs af de avancerede økonomier, BIS (2022b).
- Det indebærer en risiko for, at lønvæksten pludselig tager til, hvis inflationen forbliver høj over en længere periode.
- Økonomiens konjunkturtilstand påvirker formentlig også samspillet mellem lønninger og priser, da det i en situation som den nuværende med et stærkt efterspørgselspres er nemmere for virksomhederne at sætte priserne op og for arbejdstagerne at forhandle sig til lønstigninger.⁹ Det er således sandsynligt, at den i øjeblikket høje inflation i et vist omfang smitter af på lønningerne fremadrettet, selvom den nuværende situation på en række afgørende områder adskiller sig væsentligt fra den i 1970'erne.

Slide 23:

- Lad mig konkludere, se slide.

⁸ I euroområdet er andelen af private lønninger, som formelt afhænger af inflationen, faldet fra 24 pct. i 2008 til 16 pct. i 2021, hvoraf automatisk lønindeksering kun udgør en mindre del, se Koester og Grapow (2021). I USA er andelen af lønninger, som automatisk indekseres til inflationen eller på anden vis afhænger af leveomkostninger, faldet til 20 pct. i midten af 1990'erne fra ca. 60 pct. i slutningen af 1970'erne, se BIS (2022a).

⁹ Gennemslaget fra lønninger til forbrugerpriserne er fx større i euroområdet, når efterspørgslen er stærk, se Bo-beica et al (2019).