

Nationaløkonomisk forening

Generalforsamling 19. maj 2025

Dagsorden

1. Valg af dirigent
2. Orientering fra formand v. Thomas Harr og Oliver H. Bentsen
3. Orientering om Nationaløkonomisk Tidsskrift v. Jesper Linaa
4. Regnskab for 2024 og budget for 2025, v. Ulrik Nødgaard
5. Valg af formand, bestyrelse og revisorer
 - Thomas Harr genopstiller som formand
 - Afløser for Ulrik Nødgaard (Las Olsen)
 - Afløser for Jakob Hald (Louise Mogensen)
 - Lis Lauritsen genopstiller som revisorer
6. Eventuelt

Orientering fra Thomas Harr og Oliver H. Bentsen

Arrangementer – fokus på aktuelle temaer

2024H2:

Fremtidens Beskæftigelsesindsats med: Claus Thustup Kreiner (KU), Erik Simonsen (DA) og Damoun Ashournia (FH).

Europes Economic Security med: Jeromin Zettelmeyer (Bruegel)

Debat om industripolitik med: Lykke Friis (Tænketanken EUROPA), Lars Gert Lose (Copenhagen Infrastructure Partners) og Jan Rose Skaksen (ROCKWOOL Fondens Forskningsenhed)

2025H1:

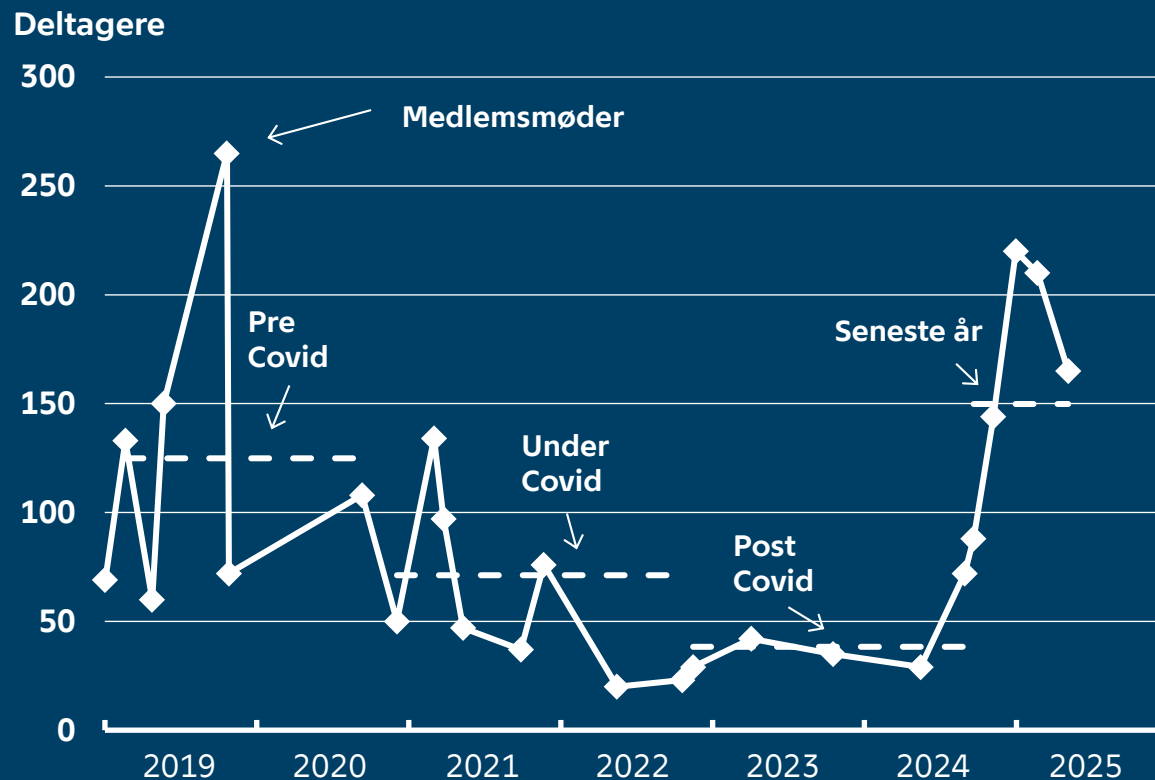
The EU faces with global challenges - Can we will cope? Økonomisk Institut x NØF x Niels Thygesen 90 år med: Niels Thygesen, Daniel Gros (University Bocconi) og Roel Beetsma (Universiteit van Amsterdam)

Europe in dire straits: Economic challenges and political turmoil. Økonomisk Institut x NØF med: George Papaconstantinou (author of the book "New World, New Rules"), Signe Krogstrup (DN) og Carl-Johan Dalgaard (DØRS)

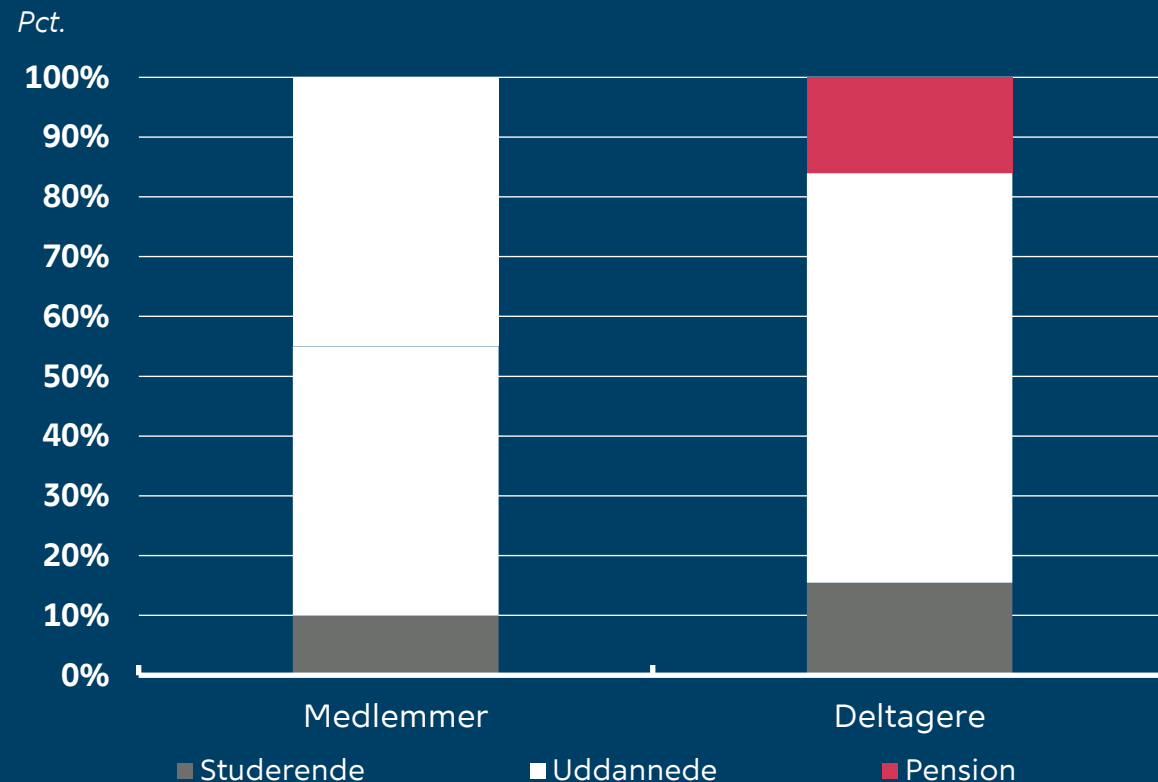
Debat om USA's handelskonflikt med: Søren Hove Ravn (KU), Thomas Harr (Danmarks Nationalbank) og Las Olsen (Danske Bank)

Deltagelse i medlemsmøder

Betydelig fremgang i deltager ved arrangementer

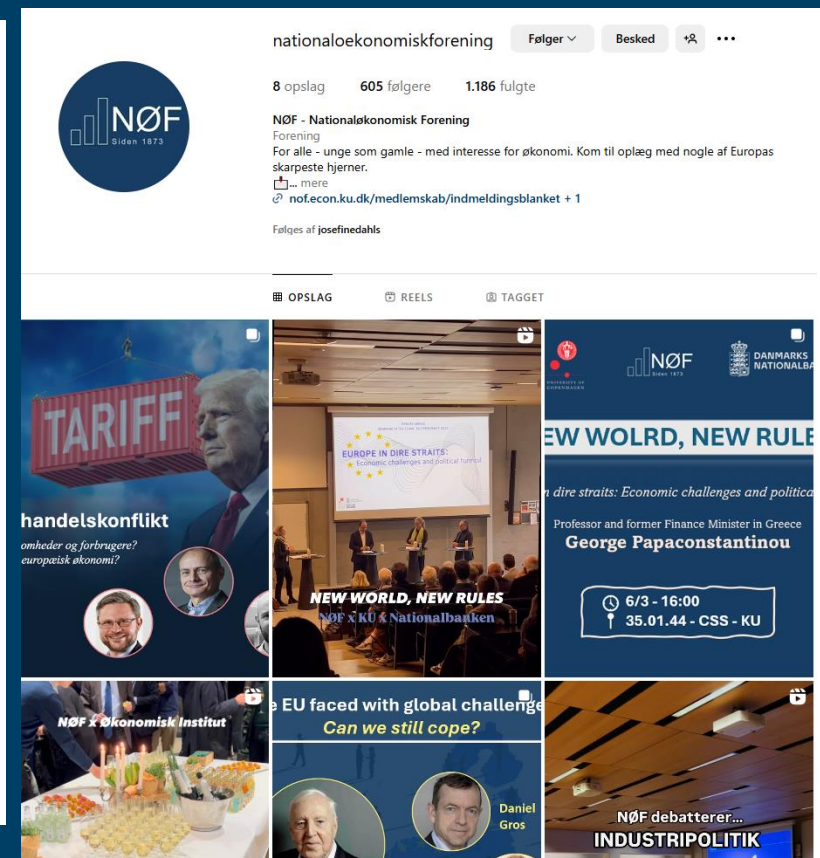
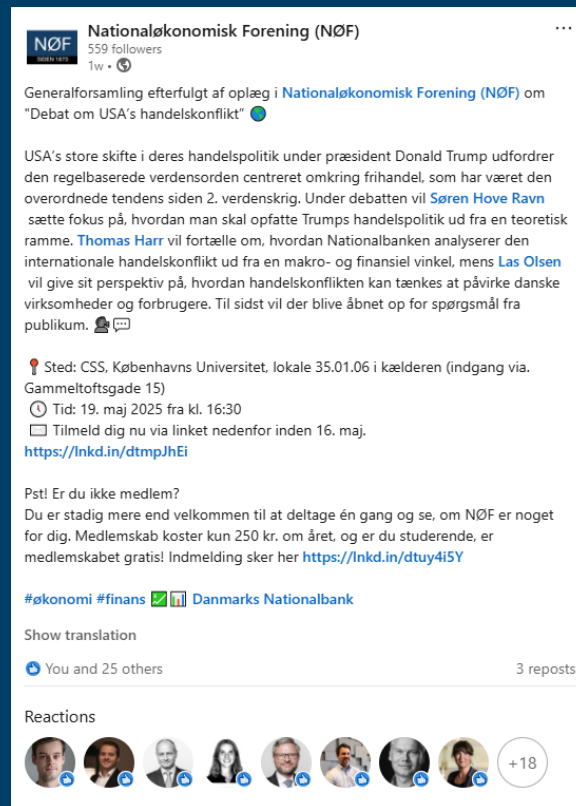


Arrangementer i 24/25 rammer medlemsgruppen bredt



Tiltag på sociale medier

- LinkedInprofil med 500+ medlemmer
- Instagramprofil med 600+ medlemmer
- Ca. tredjedel af tilmeldinger kommer herfra.
- Bruger platformene til, at promovere kommende arrangementer og give et indtryk af afholdte møder



Orientering om Nationaløkonomisk Tidsskrift v. Jesper Linaa

Regnskab for 2024 og budget for 2025 v. Ulrik Nødgaard

NATIONALØKONOMISK FORENING BUDGET				
	Budget 2025	Regnskab 2024	Budget 2024	Regnskab 2023
Nationaløkonomisk Tidsskrift				
Abonnementer	0		0	400
Gaver og tilskud	0		0	53.916
Andre indtægter	0	1.700	0	0
	0	1.700	0	54.316
Produktionsudgifter	-182.500	-182.501	-153.750	-153.750
Resultat af tidsskrift	-182.500	-180.801	-153.750	-99.434
Nationaløkonomisk Forening				
Kontingent	180.000	181.750	185.000	153.750
Mødeudgifter	-17.500	-16.656	-10.000	-8.078
Resultat af forretningsaktivitet	162.500	165.094	175.000	145.672
Administration				
Administrationsudgifter	-50.000	-62.340	-50.000	-63.181
Renteudgifter	0	76	0	0
	-50.000	-62.264	-50.000	-63.181
Resultat af administration	-50.000	-62.264	-50.000	-63.181
Koldingfjord-arrangementet				
Indtægter fra deltagere	0	819.423	821.000	0
Udgifter	0	-842.711	-823.000	0
Resultat af Koldingfjord-arrangementet	0	-23.288	-2.000	0
ÅRETS RESULTAT	-70.000	-101.259	-30.750	-16.943

Det indstilles, at kontingentet med virkning fra 1. januar 2026 forhøjes med 100 kr. fra 250 kr til 350 kr.

Balance

	Noter	31. dec. 2024	31. dec. 2023
			tkr.
Aktiver			
Debitorer		20.353	16
Tilgodehavender moms		0	40
Tilgodehavender		0	0
		20.353	56
Indestående pengeinstitutter	4	1.776.102	1.942
Aktiver i alt		1.796.455	1.998
Passiver			
Saldo primo		1.760.927	1.778
Korrektioner vedrørende tidligere år		0	0
Årets resultat		-101.259	-17
Egenkapital i alt		1.659.668	1.761
Kreditorer		108.187	156
Forudbetalte kontingenter		0	53
Skyldige omkostninger	6	28.600	28
Kortfristet gæld i alt		136.787	237
Passiver i alt		1.796.455	1.998

Valg af formand, bestyrelse og revisorer

- Thomas Harr genopstiller som formand
- Las Olsen opstiller (Afløser for Ulrik Nødgaard)
- Louise Mogensen opstiller (Afløser for Jakob Hald)
- Lis Lauritsen genopstiller som revisorer

Eventuelt

Nationaløkonomisk forening

Debat om USA's handelskonflikt

Teori, modeller og påvirkningen på dansk økonomi

Debat om USA's handelskonflikt



Søren Hove Ravn
Lektor
Københavns Universitet



Thomas Harr
Vicedirektør og cheføkonom
Danmarks Nationalbank



Las Olsen
Cheføkonom
Danske Bank

Makroøkonomiske konsekvenser af USA's toldkrig

Søren Hove Ravn

Københavns Universitet

Nationaløkonomisk Forening

19. Maj 2025

Oversigt

1. Har Trump en plan?
2. Makroøkonomiske konsekvenser af toldsatser? To spørgsmål - og foreløbige svar baseret på den bølge af nye forskningsartikler, som er udkommet:
 - Havner USA i en recession?
 - Hvad bør Federal Reserve gøre?

Har Trump en plan?

- Umuligt at svare på!
- Et sted at søge et svar er en meget omtalt rapport fra november 2024 af Stephen Miran, nu chef for Trump's Council of Economic Advisors.
- Et par af Miran's hovedpointer:
 - Fordi dollaren er global reservevaluta er efterspørgslen efter dollar ekstraordinært høj, hvilket fører til en kunstigt høj dollarkurs til skade for USAs handelsbalance (dog ikke større ulempe end at Trump vil bevare denne tilstand...)
 - Der er brug for en ny spilleplade for international handel, en "Mar-a-Lago Accord".
 - Told på varer fra Kina var en succes i Trumps første periode (kan man "ekstrapolere"?). Toldsatser fungerer både som forhandlingsobjekt og til at skaffe penge i kassen (sidstnævnte kan gøre dem attraktive selv efter førstnævnte er opnået).

Havner USA i en recession?

- Auclert, Rognlie og Straub (2025) anvender en relativt standard Nykeynesiansk model for en lille åben økonomi til at udregne en betingelse for, at (midlertidigt) højere toldsatser fører til recession i USA. Denne kan (i fravær af pengepolitisk reaktion) skrives:

$$(1 - \alpha) \sigma + \alpha \gamma > \eta \quad (1)$$

- α er økonomiens grad af åbenhed, σ er den intertemporale sub.-elasticitet, γ er eksportelasticiteten, η er sub.-elasticiteten mellem hjemlige og importerede varer.
- Højere told reducerer den hjemlige efterspørgsel (indkomsteffekt) og forringer amerikanske varers konkurrenceevne (importerede materialer bliver dyrere). Til gengæld sker en hjemlig substitution i retning af amerikanske varer.

Havner USA i en recession?

- Forfatterne anvender følgende værdier for USA: $\alpha = 0.11$, $\sigma = 1.79$, $\gamma = 1.5$, $\eta = 1.15$ (de to sidstnævnte er skaleret ned på kort sigt).
- I så fald siger formelen: $1.76 > 1.15 \checkmark \rightarrow$ Recession på vej!
- Hvad hvis USA's handelspartnere gengælder tolden?

$$(1 - \alpha) \sigma + \alpha \gamma + \underbrace{\gamma}_{\text{Gengæld}} > \eta \quad (2)$$

- I så fald reduceres udlandets efterspørgsel efter amerikanske varer direkte, og en amerikansk recession bliver endnu mere sandsynlig.

Hvad skal Federal Reserve gøre? Optimal pengepolitik I

- En række studier har forsøgt at skitsere den optimale pengepolitiske reaktion på told.
- Generel indsigt 1: Højere toldsatser virker som et negativt udbudsstød (et “cost-push shock”) til det land, som indfører dem.
 - Stemmer overens med empirisk evidens: protektionisme medfører højere inflation og lavere output (Barattieri, Cacciatore og Ghironi, 2021).
- Generel indsigt 2: Den præcise betingelse for recession (1) varierer på tværs af studier (afhængigt af de præcise antagelser), men det er i sidste ende centralbankens respons, som afgør, om USA havner i recession eller ej.
- Understreger behovet for at studere den *optimale* pengepolitiske reaktion.

Hvad skal Federal Reserve gøre? Optimal pengepolitik II

- Forskellige studier viser - trods visse forskelle i model-antagelser - at den optimale pengepolitiske respons *ikke* er at forsøge at stabilisere de amerikanske forbrugerpriser (som ellers indgår i Fed's mandat), men derimod en mere *lempelig* pengepolitik.
- I studiet af Auclert mfl. (2025) skyldes dette, at højere toldsatser faktisk er *værre* end et almindeligt cost-push shock (fx en stigning i olieprisen), fordi det medfører et fald i output selv i fravær af en pengepolitisk stramning, jvf. ovenfor.
 - Stabilisering af CPI medfører at denne recession bliver for dyb.
- Monacelli (2025) når frem til en lignende konklusion: Stabilisering af CPI medfører inoptimalt store udsving i hjemligt output samt i producentpris-inflation.

Hvad skal Federal Reserve gøre? Optimal pengepolitik III

- Et studie af Werning, Lorenzoni og Guerrieri (2025) betragter en *permanent* højere toldsats, som medfører et permanent fald i naturligt output (dvs. det niveau, centralbanken sigter efter).
 - Den optimale pengepolitik er ekspansiv, fordi en midlertidig “overophedning” udglatter transitionen mod det lavere output-niveau, på bekostning af højere inflation.
- Bianchi og Coulibaly (2025) finder ligefrem, at den optimale pengepolitiske respons på højere toldsatser er så ekspansiv, at den amerikanske inflation skal stige *mere* end den direkte effekt af toldsatserne.
 - Under høj told opstår en fiskal eksternalitet, hvor husholdningerne importerer “for lidt”, fordi den individuelle importpris er højere end den samfundsmæssige. Husholdningerne internaliserer ikke at tolden medfører et provenu i statskassen (som udbetales lump-sum). Lavere rente øger efterspørgslen, herunder af importvarer, dvs. modvirker eksternaliteten.

Konklusion

- Trump ønsker at re-kalibrere spillepladen for international handel til fordel for USA - kan medføre en svagere dollar og/eller vedvarende toldsatser.
- En række studier har allerede analyseret effekten af toldsatser i makroøkonomiske generelle ligevægtsmodeller.
 - Sandsynligheden for amerikansk recession er stor, men afhænger af Fed.
 - Den optimale pengepolitiske respons er sandsynligvis mere ekspansiv, end hvad der kræves for at stabilisere CPI.
- Hvis Fed følger sidstnævnte anbefaling indebærer dette en (ikke-modelleret) risiko for, at inflationen får lov at overstige Fed's målsætning i en periode.
 - Vigtigt at huske konteksten: Hvis inflationen *igen* får lov at overstige målsætningen markant kun tre år efter seneste "inflation shock", risikerer det så at erodere tilliden til centralbanken og dennes inflationsmålsætning?

Referencer

Auclert, A., M. Rognlie, and L. Straub, 2025, *The Macroeconomics of Tariff Shocks*, working paper.

Barattieri, A., M. Cacciatore, and F. Ghironi, 2021, Protectionism and the Business Cycle, *Journal of International Economics* (129), article 103417.

Bianchi, J., and L. Coulibaly, 2025, *The Optimal Monetary Policy Response to Tariffs*, working paper.

Monacelli, T., *Tariffs and Monetary Policy*, working paper.

Werning, I., G. Lorenzoni, and v. Guerrieri, 2025, *Tariffs as Cost-Push Shocks: Implications for Optimal Monetary Policy*, working paper.

Økonomiske og finansielle konsekvenser af USA's handelskonflikt

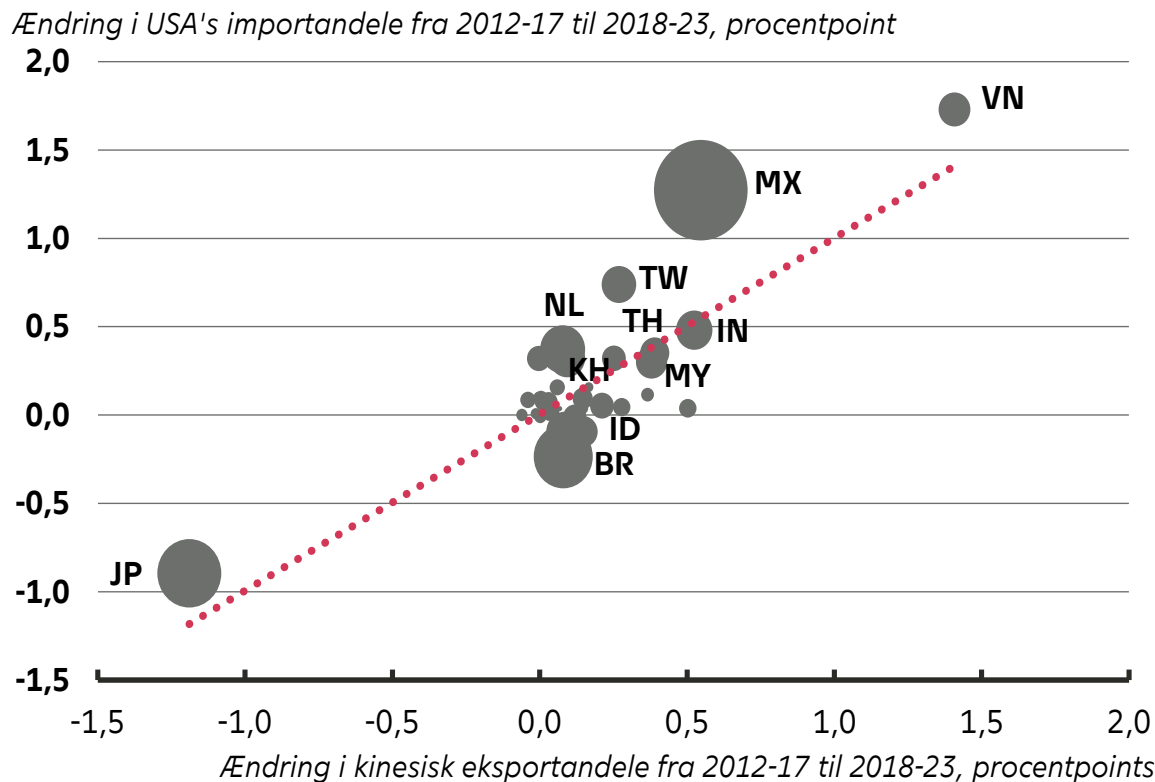
Thomas Harr, cheføkonom og vicedirektør, Danmarks Nationalbank
NØF medlemsmøde 19. maj 2025



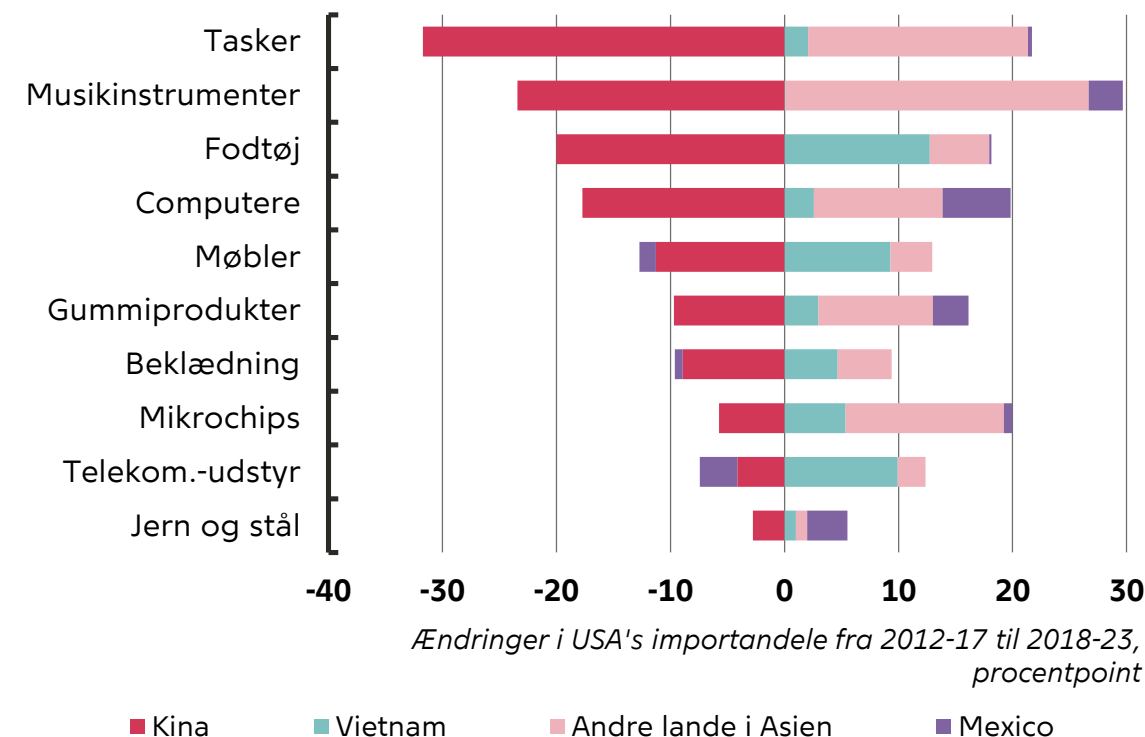
Handelskonflikten mellem USA og Kina i 2018-19 har haft varige konsekvenser for den globale handel

De globale handelsmønstre er under forandring, og den direkte handel mellem USA og Kina bliver i stigende grad omdirigeret gennem andre lande

Tolden i 2018-19 førte til kraftige fald i industriimporten fra Kina, som delvist er blevet opvejet af mere import fra andre lande



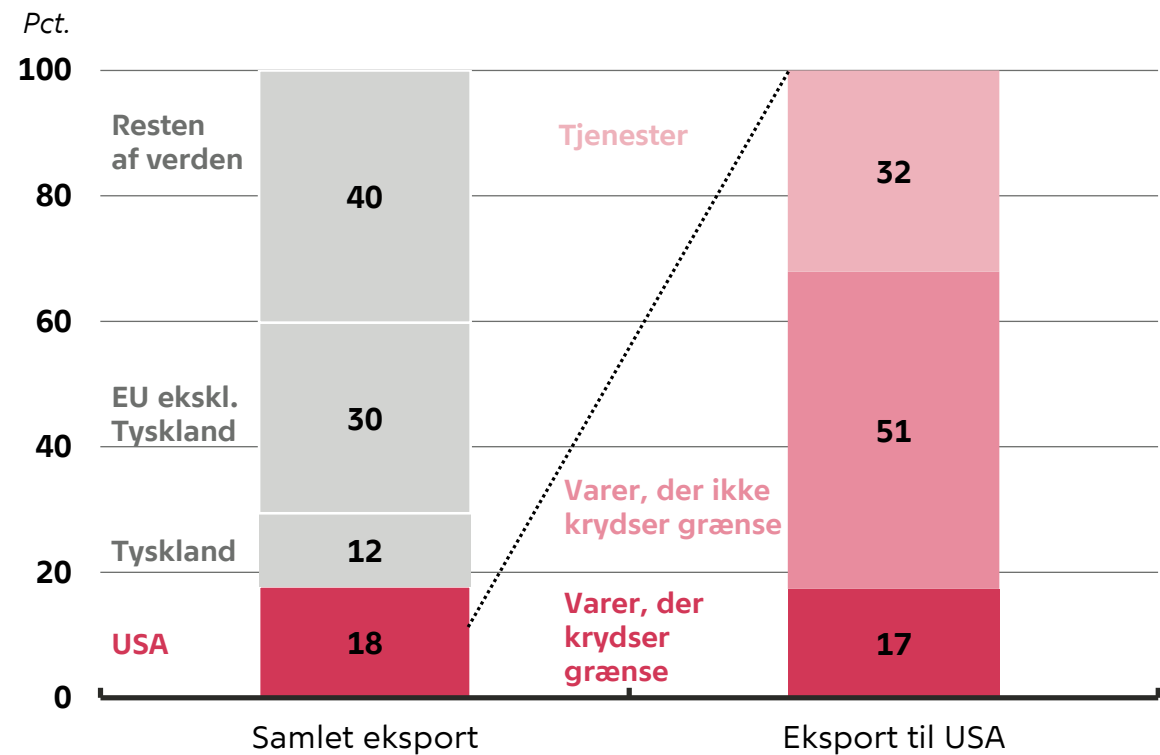
Anm.: Størrelsen af boblerne indikerer amerikanske importandele i 2012-17. Hældningskoefficienten i regressionens linje er signifikant forskellig fra nul ved et signifikansniveau på 1 pct. $R^2 = 68$ pct.
Kilde: IMF og egne beregninger.



Anm.: De udvalgte produkter er blandt dem, hvor USA's importandel fra Kina faldt mest fra 2012-17 til 2018-23. Andre asiatiske lande omfatter alle asiatiske lande undtagen Kina og Vietnam, med det meste af den amerikanske importvækst fra Cambodja, Myanmar, Malaysia og Thailand.
Kilde: US Census Bureau og egne beregninger.

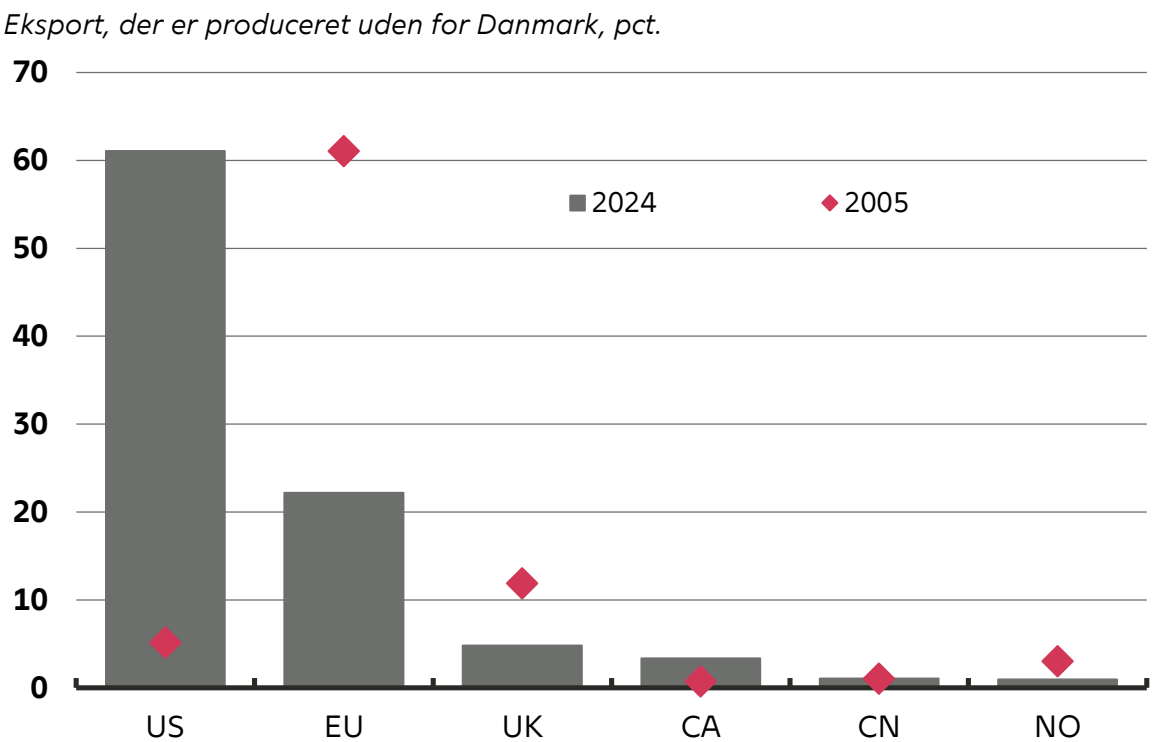
Cirka halvdelen af Danmarks eksport til USA produceres uden for landet

USA er Danmarks største eksportmarked



Anm.: 2024 årlig total af kvartalsdata i løbende priser.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

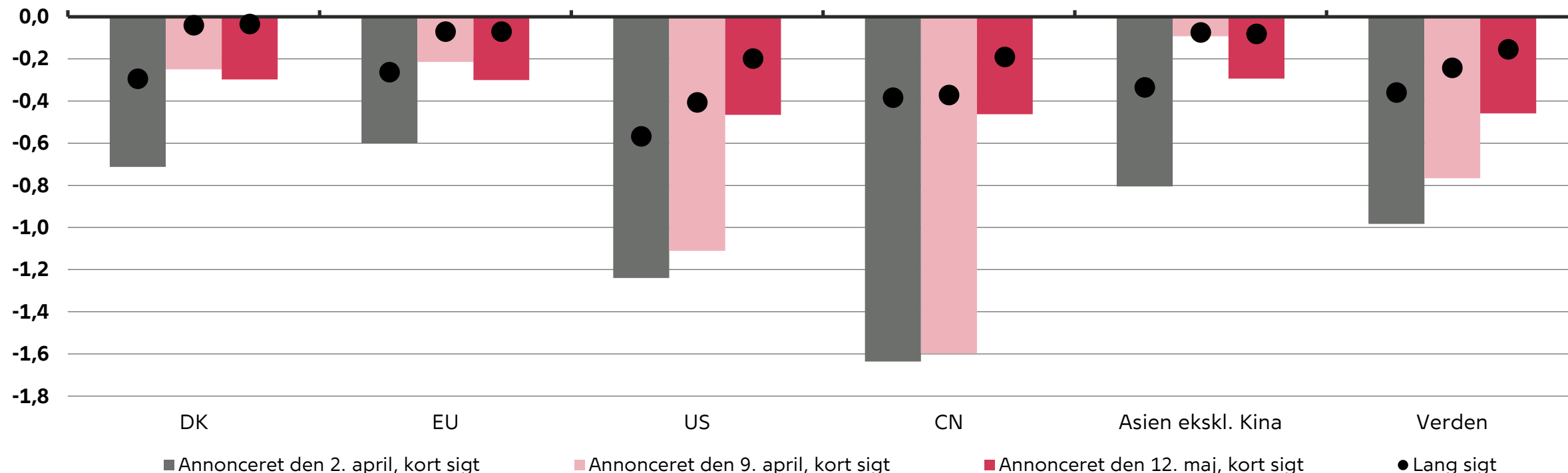
USA er langt den største destination for dansk eksport produceret i udlandet



Anm.: 2024 årlig total af kvartalsdata i løbende priser.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Ifølge modelberegninger vil højere toldsatser fra USA have negative konsekvenser for dansk økonomi

Effekt på BNI, pct. ift. baseline

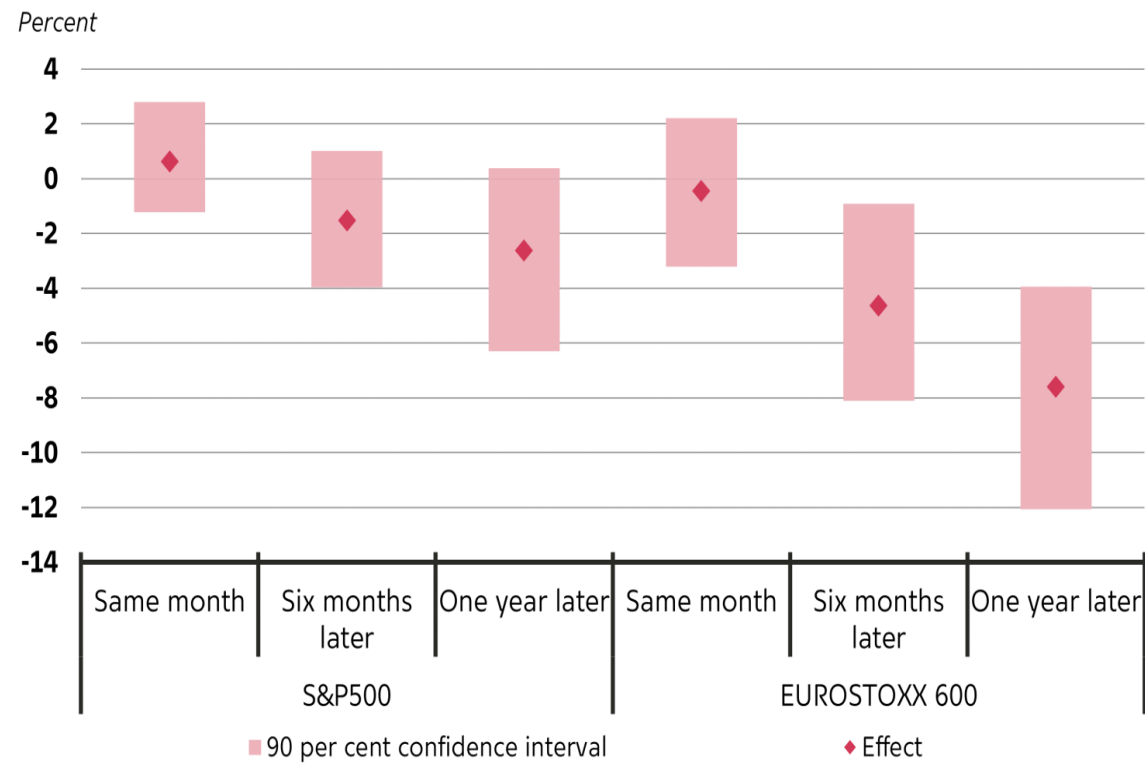


Anm.: Det antages, at alle lande gengælder med tilsvarende told på import fra USA. For 2. april er landespecifikke toldsatser inkluderet, undtagen for Kina (145 procent). For den 9. april er tolden 145 procent på Kina, 12,5 procent på Canada og Mexico (på grund af USMCA) og 10 procent på andre lande. For 12. maj er tolden 30 procent på Kina, 12,5 procent på Canada og Mexico (på grund af USMCA) og 10 procent på andre lande. Kortsigtet ligevægt er inden for et år, mens langsigtet ligevægt kan tage mindst seks år.
Kilde: Baqaee og Farhi, Asian Development Bank Multiregional Input-Output Database og egne beregninger.



Handelspolitisk usikkerhed påvirker normalt først aktiepriser med et lag, når den sætter sig i makroøkonomien

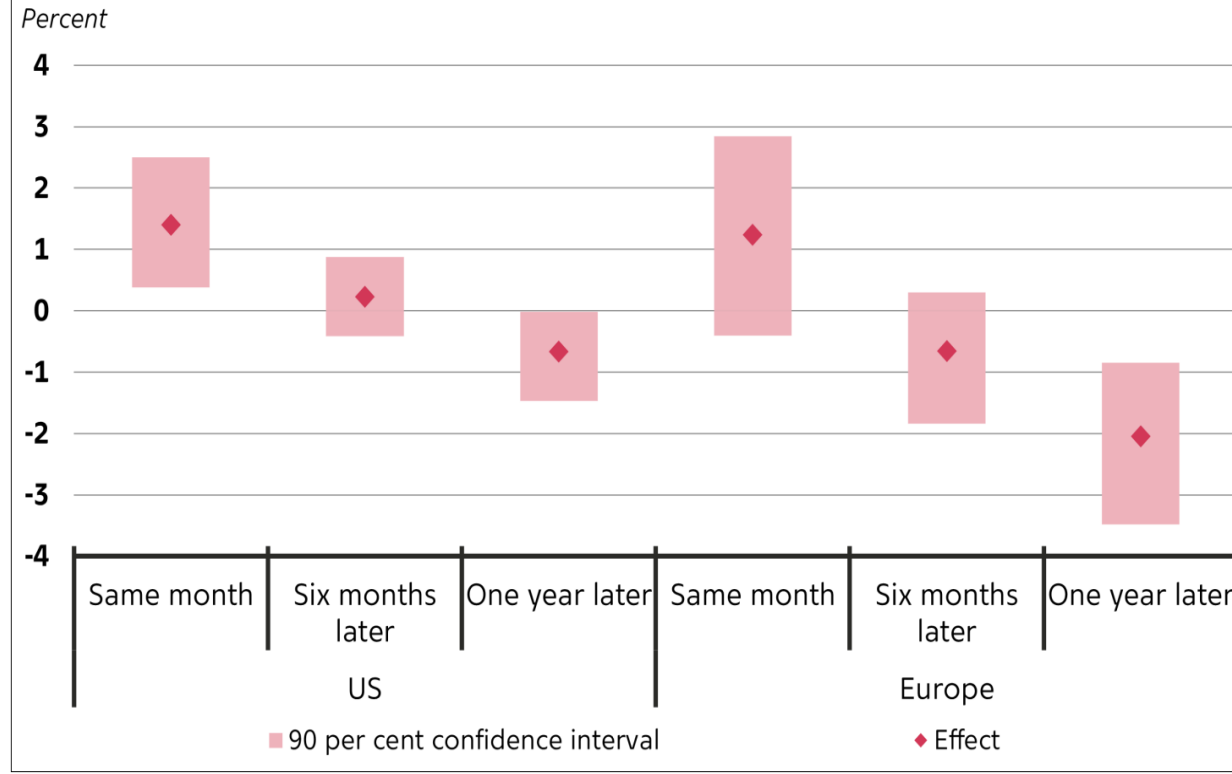
Påvirkningen på aktiepriser fra et chok til handelspolitisk usikkerhed svarende til april 2025



Anm.: Stødstørrelsen er kalibreret til den handelspolitiske usikkerhed i april 2025. .

Kilde: Egne beregninger.

Påvirkningen på industriproduktion fra et chok til handelspolitisk usikkerhed svarende april 2025

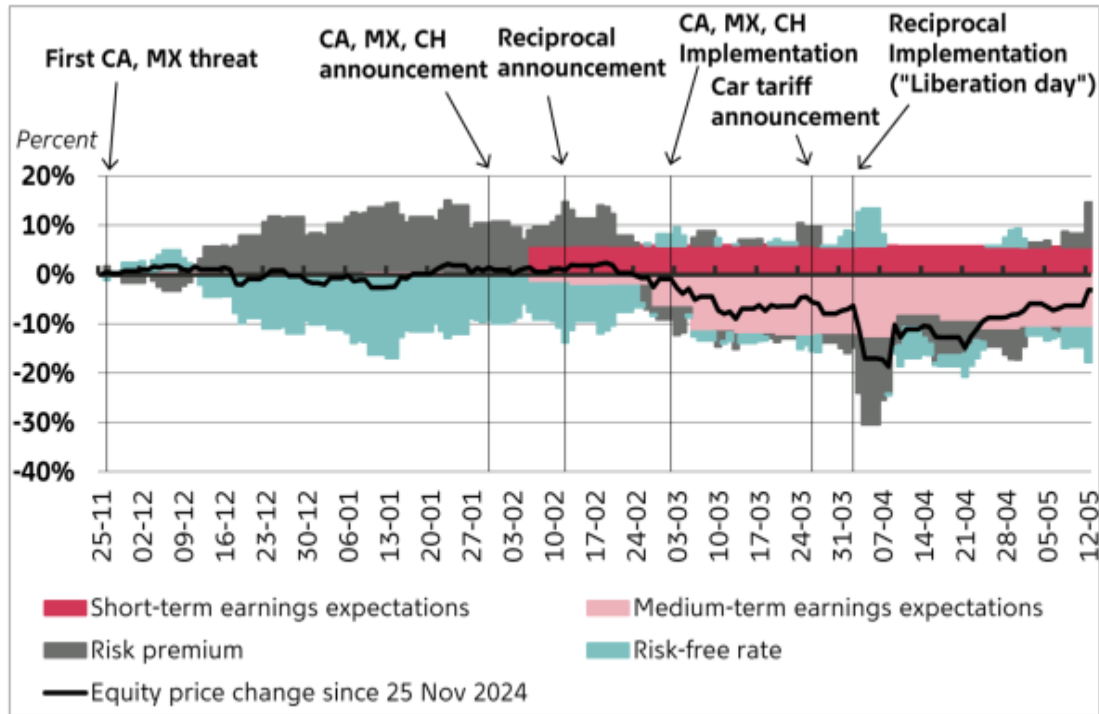


Anm.: Stødstørrelsen er kalibreret til den handelspolitiske usikkerhed i april 2025. .

Kilde: Egne beregninger.

Risikopræmier er volatile, mens indtjeningsforventninger er mere persistente

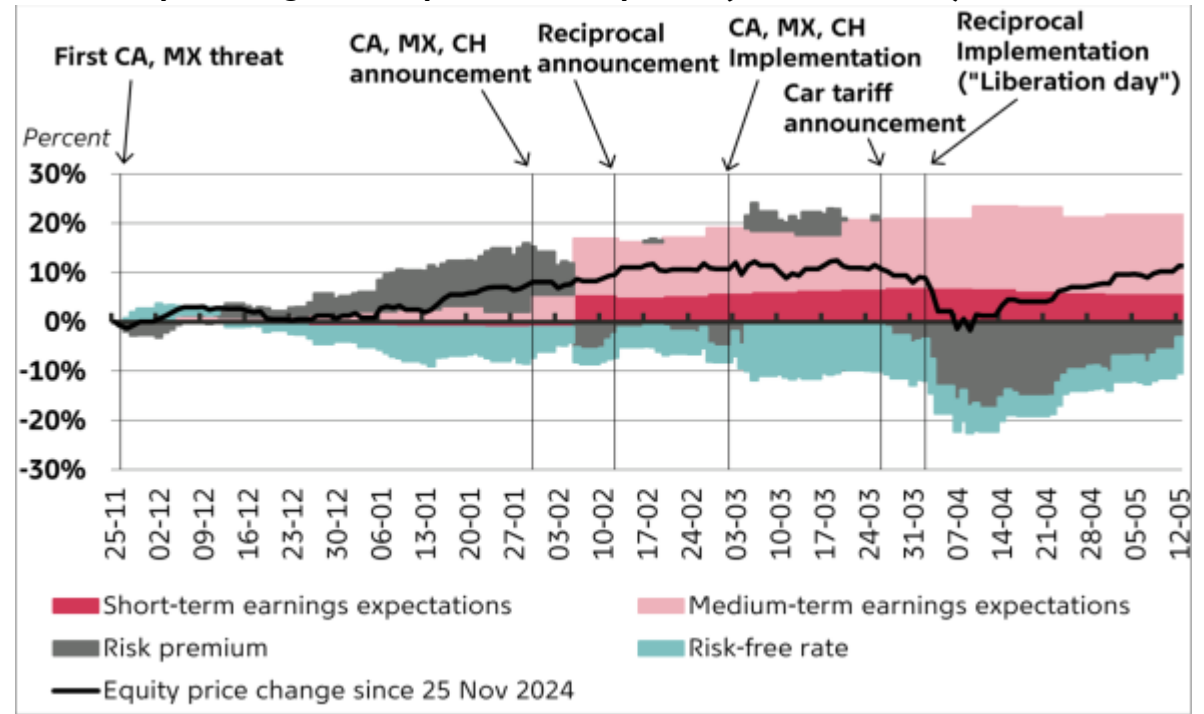
Dekomponering af amerikanske aktiepriser (S&P500)



Anm.: Akkumulerede aktiekursændringer fra 25. november 2024 til 12. maj 2025.

Kilde: Egne beregninger.

Dekomponering af europæiske aktiepriser (Eurostock 600)



Anm.: Akkumulerede aktiekursændringer fra 25. november 2024 til 12. maj 2025.

Kilde: Egne beregninger.



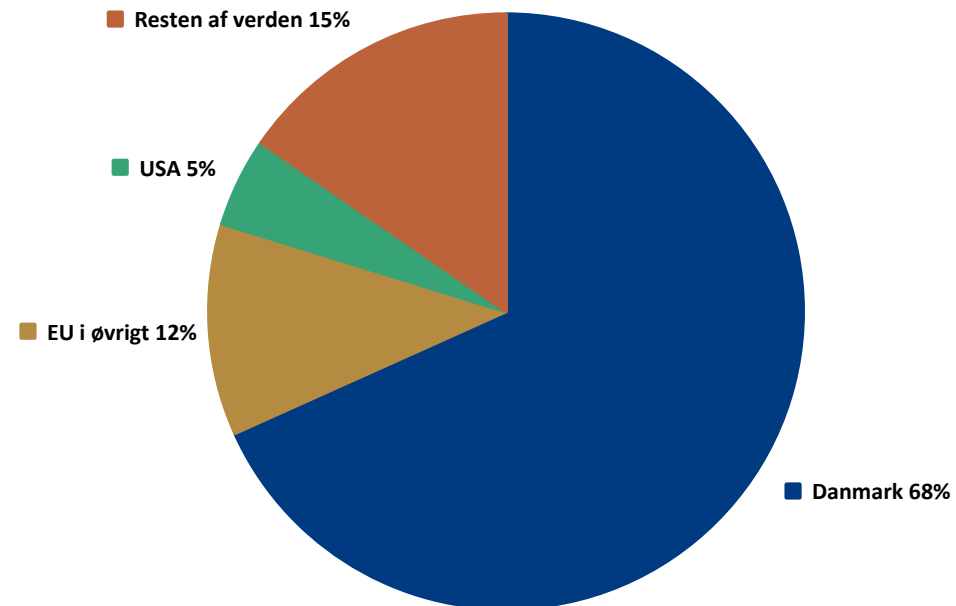
Hvad bliver toldkrigens konsekvenser i Danmark?

Danmarks direkte eksport til USA er ikke specielt stor

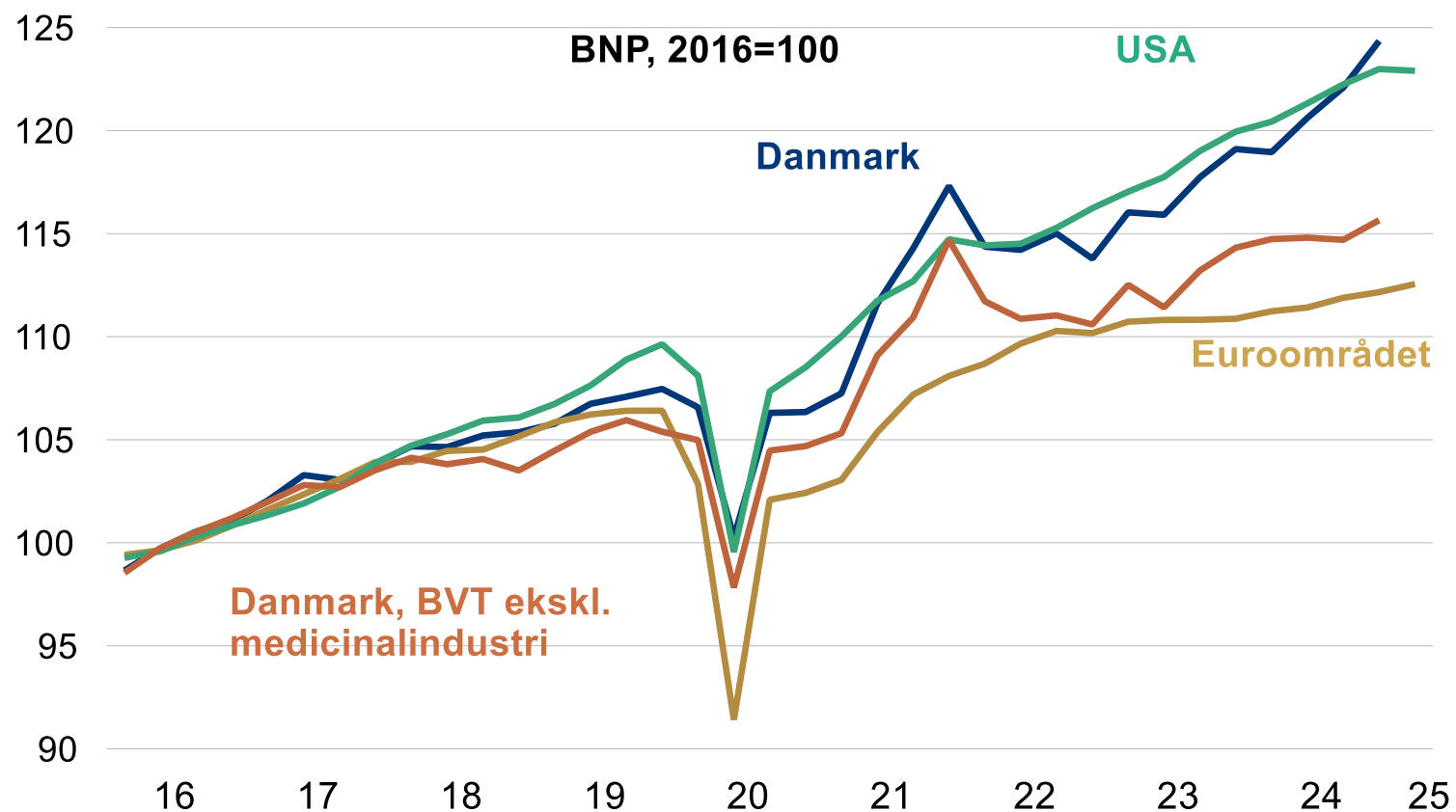
2024	Danmark		Euroområdet
	Mia. kr.	% af BNP	% af BNP
Eksport i alt	2.064,5	69,7	
Vareeksport	1.188,3	40,1	
Vareeksport til USA	248,5	8,4	
Vareeksport til USA, der krydser græsen	63,4	2,1	2,0
- heraf kemiske produkter	21,9	0,7	0,5
Tjenesteeksport	876,3	29,6	
Tjenesteeksport til USA	117,5	4,0	
- heraf søtransport	49,8	1,7	

Fylder lidt mere i den endelige anvendelse

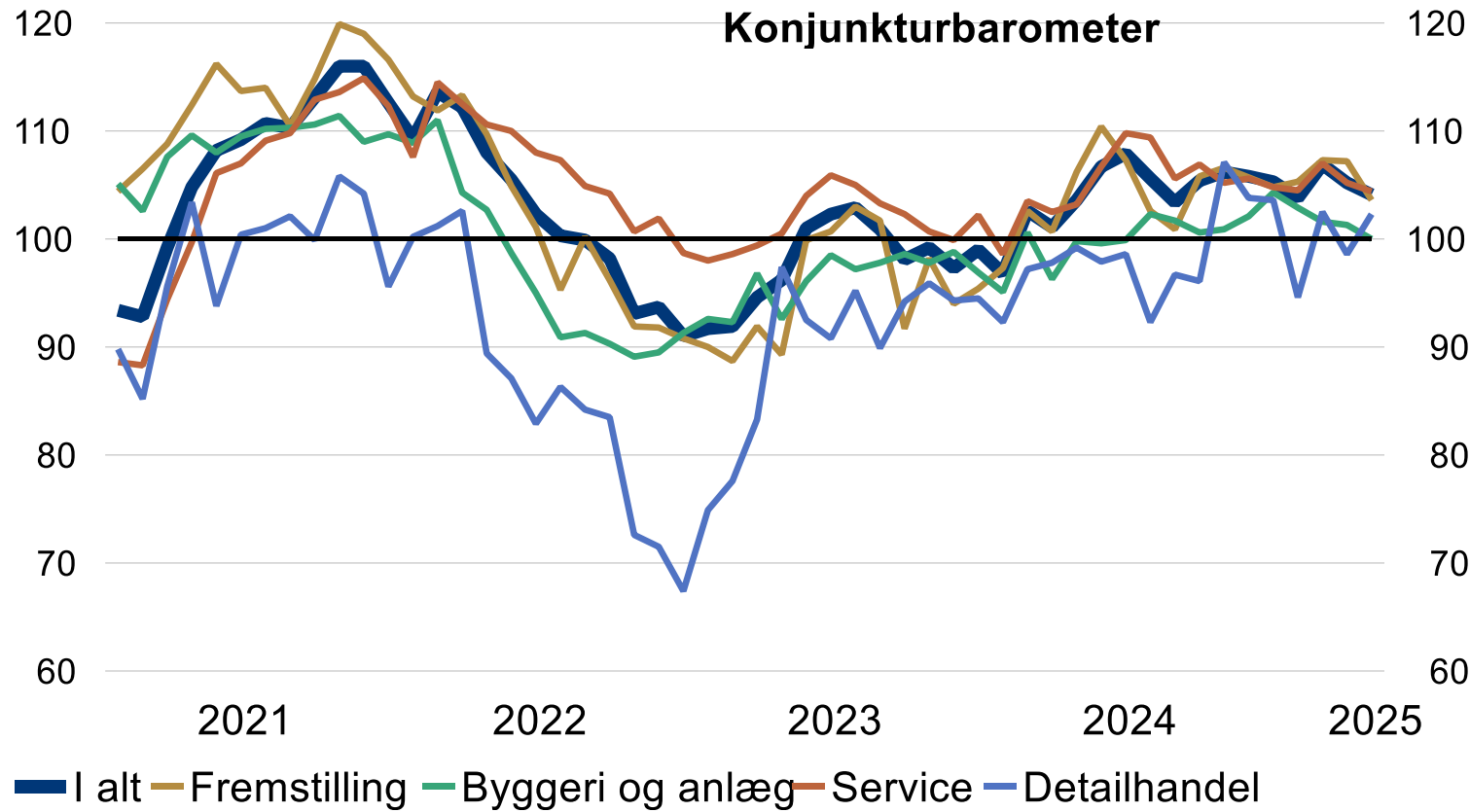
Endelig efterspørgsel efter dansk produktion, 2020



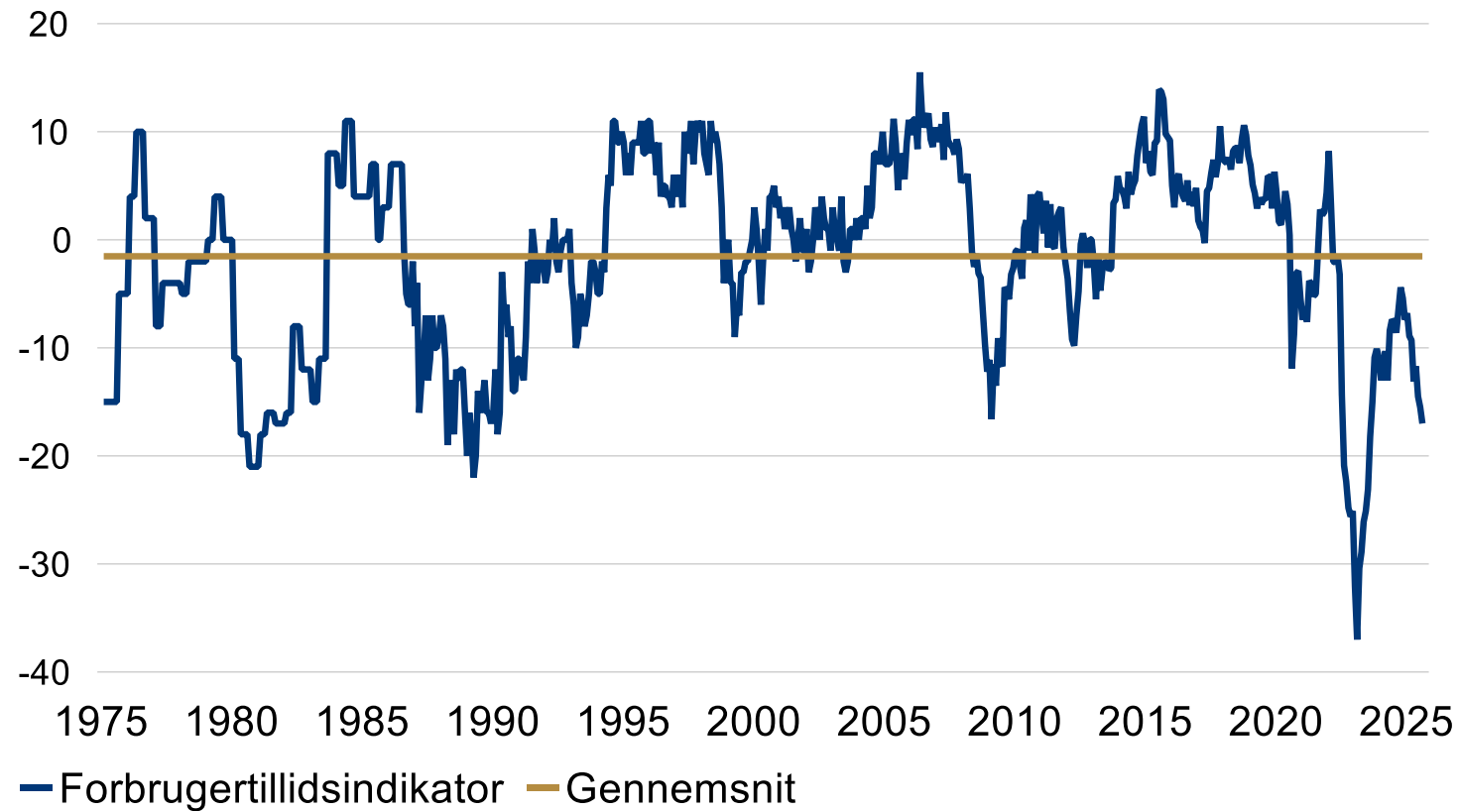
Hvis de får ramt på Novo Nordisk, får de ramt på BNP-væksten



Danske virksomheder tager det roligt

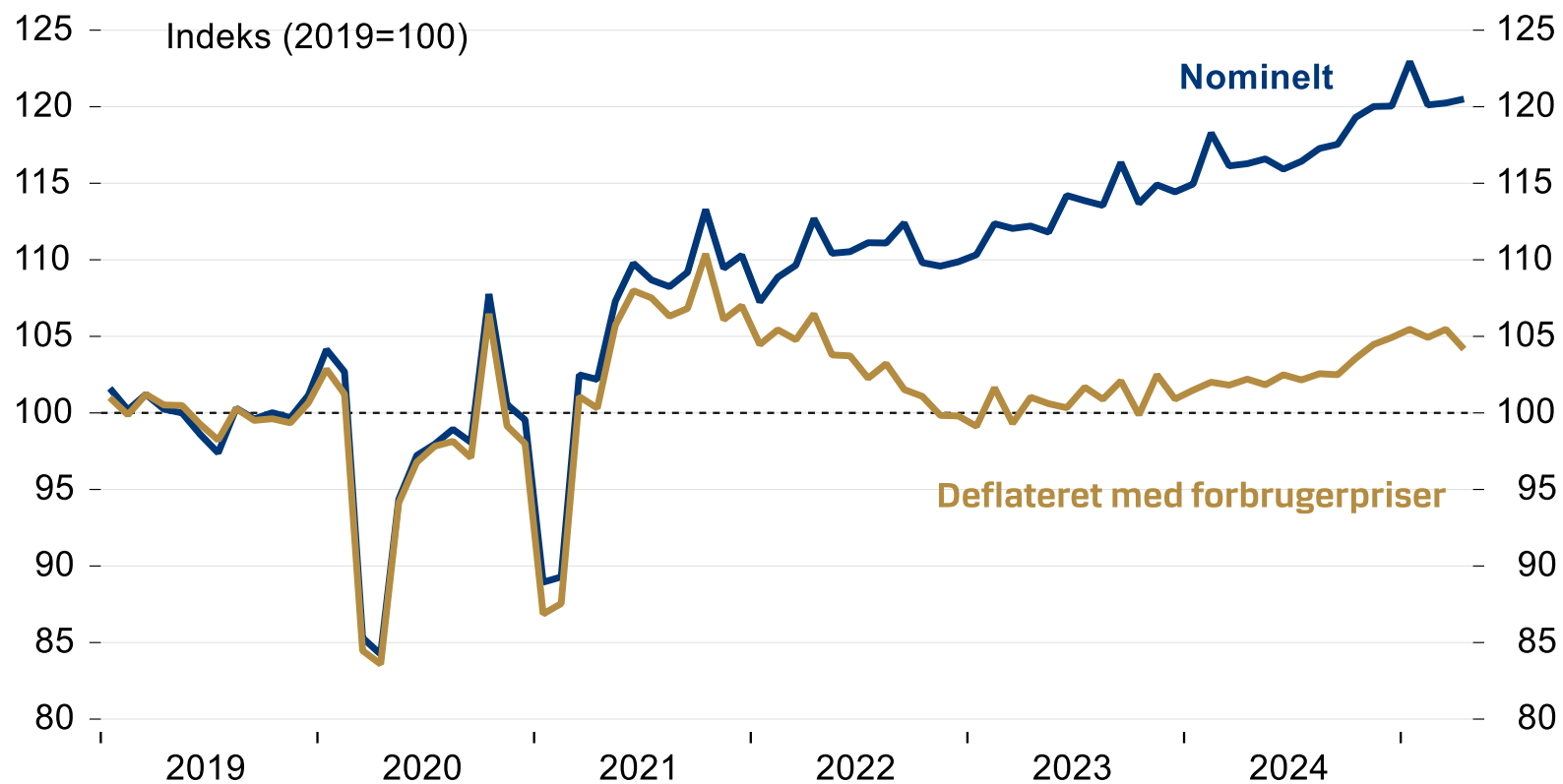


Det gør forbrugerne ikke – om end det ikke blev meget værre i april



Kun til dels afspejlet i forbruget

Kortforbrug ekskl. energi, sæsonkorrigeret



Denne præsentation er udarbejdet af Danske Bank A/S ('Danske Bank'). Præsentationen er udarbejdet af Cheføkonom Las Olsen.

Analytikernes erklæring

Hver enkelt analytiker, som er ansvarlig for indholdet af denne præsentation, erklærer, at de synspunkter, der udtrykkes i præsentationen, nøjagtigt afspejler analytikerens personlige vurdering af de finansielle instrumenter og udstedere, der er omfattet af præsentationen. Hver enkelt ansvarlig analytiker erklærer desuden, at ingen del af analytikerens aflønning har været, er eller vil være direkte eller indirekte relateret til de specifikke anbefalinger, der udtrykkes i præsentationen.

Regulering

Danske Bank er godkendt af og underlagt tilsyn af Finanstilsynet samt underlagt de regler og bestemmelser, der er udstedt af de relevante tilsynsmyndigheder i alle andre jurisdiktioner, hvor Danske Bank har aktiviteter. Danske Bank er underlagt begrænset tilsyn af det britiske finanstilsyn, Financial Conduct Authority og the Prudential Regulation Authority. Nærmere oplysninger om omfanget af Financial Conduct Authority og the Prudential Regulation Authoritys tilsyn kan fås ved henvendelse til Danske Bank.

Interessekonflikter

Danske Bank har udarbejdet procedurer, der skal forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer fremgår af Danske Banks Research Policy. Alle ansatte i Danske Banks analyseafdelinger er bekendt med, at enhver henvendelse, der kan kompromittere analysens objektivitet og uafhængighed, skal overgives til analyseledelsen og til Bankens Compliance-afdeling. Danske Banks analyseafdelinger er organiseret uafhængigt af og rapporterer ikke til Danske Banks øvrige forretningsområder.

Analytikernes aflønning er til en vis grad afhængig af det samlede regnskabsresultat i Danske Bank, der omfatter indtægter fra investment bank-aktiviteter, men analytikerne modtager ikke bonusbetalinger eller andet vederlag med tilknytning til specifikke corporate finance- eller kredittransaktioner.

Finansielle modeller og/eller metoder anvendt i denne præsentation

Beregninger og præsentationer i denne præsentation er baserede på standard økonomiske modeller og metoder såvel som på offentligt tilgængelige data på alle værdipapirer, udstedere og/eller lande. Dokumentation kan fremskaffes ved henvendelse til præsentationens forfatter.

Denne publikation er udarbejdet af Danske Bank alene til orientering. Publikationen er udarbejdet uafhængigt, udelukkende på baggrund af offentligt tilgængelig information og afspejler ikke nødvendigvis vurderinger fra Danske Banks kreditafdeling. Publikationen er ikke et tilbud om eller en opfordring til at købe eller sælge værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter. Efter bankens opfattelse er publikationen korrekt og retvisende. Banken påtager sig imidlertid ikke noget ansvar for publikationens nøjagtighed og fuldkommenhed, ligesom Banken heller ikke påtager sig noget ansvar for eventuelle tab, der følger af dispositioner foretaget på baggrund af publikationen. Danske Bank og dens datterselskaber samt medarbejdere i banken kan udføre forretninger, have, etablere, ændre eller afslutte positioner i værdipapirer, valuta eller finansielle instrumenter eller på anden måde have interesse i investeringerne (herunder derivater) eller i et udstedende selskab nævnt i publikationen. Danske Banks aktie- og kreditanalytikere må ikke investere i værdipapirer, som dækkes af den pågældende eller af den præsentationsektion, som den pågældende er tilknyttet. Denne præsentation er ikke beregnet til brug for detailkunder i Storbritannien eller til personer i USA. Danske Bank A/S er underlagt Finanstilsynet i Danmark og er endvidere underlagt regler fra relevante myndigheder i alle andre retskredse, hvor Danske Bank A/S udøver forretning. Herudover er Danske Bank A/S underlagt begrænset tilsyn af det engelske finanstilsyn, Financial Conduct Authority og Prudential Regulation Authority. Enkeltheder vedrørende omfanget af dette tilsyn kan fås ved henvendelse til banken. Copyright © Danske Bank A/S. Danske Bank A/S har ophavsretten til publikationen, som er til kundens personlige brug og må ikke offentliggøres uden forudgående tilladelse.

Debat om USA's handelskonflikt



Søren Hove Ravn
Lektor
Københavns Universitet



Thomas Harr
Vicedirektør og cheføkonom
Danmarks Nationalbank



Las Olsen
Cheføkonom
Danske Bank

Tak for i dag

Følg os på LinkedIn

