

DANMARKS NATIONALBANK

1. APRIL 2020 — NR. 4

Dansk og international økonomi ramt af pandemi

- Udbruddet af coronavirus, foranstaltningerne til at inddæmme smitten og afledte adfærdsændringer medfører en midlertidig og meget kraftig reduktion af den økonomiske aktivitet, særligt i første halvår af 2020. For året som helhed vurderes væksten at blive mellem -3 og -10 pct.
- Muligheden for at håndtere de økonomiske konsekvenser forbedres af et gunstigt udgangspunkt for dansk økonomi med en balanceret højkonjunktur, lav offentlig gæld og høj udlandsformue.
- Nationalbanken bakker op om de økonomiske afværgeforanstaltninger, der indtil nu er vedtaget af Folketinget. Hjælpepakkerne kan midlertidigt holde hånden under beskæftigelse og virksomheder. Det reducerer risikoen for, at det midlertidige fald i den økonomiske aktivitet udvikler sig til et langvarigt og kraftigt tilbageslag. Når restriktionerne på den økonomiske aktivitet udfases, vil der sandsynligvis være behov for mere traditionel finanspolitisk stimulans for at understøtte efterspørgslen.

Scenarier for dansk økonomi

Nationalbanken har udskudt offentliggørelsen af den halvårslige analyse *Udsigter for dansk økonomi* som følge af coronavirusens store indflydelse på væsentlige dele af aktiviteten i samfundet.

Det er ikke muligt på nuværende tidspunkt at skønne præcist om pandemiens effekt på økonomien ved hjælp af traditionelle makroøkonomiske modeller, bl.a. fordi modellerne bygger på normale historiske økonomiske sammenhænge. Aktuelt styres den økonomiske udvikling derimod af virusudbruddet, de inddæmmende foranstaltninger og afledte reaktioner fra husholdninger og virksomheder.

Nationalbanken har derfor i denne analyse opstillet tre scenarier, som illustrerer, dels hvor hårdt Danmark kan blive ramt, dels hvordan den økonomiske udvikling kan se ud, efter at udbruddet er kommet under kontrol. Der er exceptionelt stor usikkerhed forbundet med disse scenarier. Det gælder både i forhold til omfanget af virusudbruddet, varigheden af de nuværende foranstaltninger i Danmark og især også udviklingen i udlandet.

Den hastige globale spredning af coronavirusen har fået myndigheder verden over til at indføre foranstaltninger til at inddæmme den og har medført ændret forbrugeradfærd. Foranstaltningerne og den ændrede adfærd har i løbet af få uger medført en kraftig opbremsning i den økonomiske aktivitet både globalt og i Danmark. I Kina, hvor udbruddet startede, er der tegn på, at smittespredningen er kommet under kontrol, og produktions- og transportaktiviteten er langsomt ved at komme i gang igen. Det samme gælder i flere andre lande i Asien. Omvendt er store dele af økonomien i Europa lukket ned, og smittespredningen er tiltagende i bl.a. USA.

Stærkt udgangspunkt for dansk økonomi inden coronaudbruddet

Før udbruddet af coronavirusen befandt dansk økonomi sig i en moderat højkonjunktur uden væsentlige indenlandske ubalancer. Beskæftigelsen steg, men uden at der opstod væsentligt pres på arbejdsmarkedet, og uden tab af lønkonkurrenceevne.

Endvidere har kreditvæksten været behersket. Husholdningerne og virksomhederne har brugt stigende indkomster på at konsolidere sig og var inden virusudbruddet velpolstrede. Danmark har yderligere en lav offentlig gæld og en høj udlandsformue. Der er således et betydeligt råderum til at modgå et økonomisk tilbageslag.

Mange virksomheder og lønmodtagere påvirkes af virusudbruddet

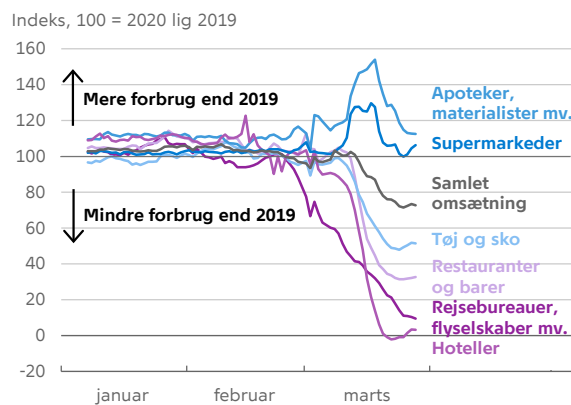
Udbruddet betyder, at både husholdninger og virksomheder har ændret adfærd. Derudover har lande i hele verden, herunder Danmark, indført en række foranstaltninger for at mindske smittespredningen og dermed undgå et nedbrud af sundhedsvæsenet. I Danmark indførte regeringen i midten af marts en række midlertidige foranstaltninger, der for nuværende gælder frem til 13. april.

Foranstaltningerne og den ændrede adfærd begrænser den økonomiske aktivitet, både ved at begrænse udbuddet og efterspørgslen.

Restauranter, beværtninger, butikker, underholdnings- erhverv, fly- og rejseselskaber er direkte påvirket af påbud om midlertidig lukning eller rejserestriktioner. Virksomheder i andre brancher påvirkes indirekte. Det gælder fx virksomheder, der leverer input til direkte berørte brancher. Produktionen hæmmes yderligere både af forstyrrelser i de globale værdikæder, der mindsker adgangen til halvfabrikata produceret i ud-

Kortomsætningen er faldet i mange brancher

Figur 1



Anm.: Kortomsætning dækker dansk udstedte kort, som Nets processerer. Omsætning er 7 dages glidende gennemsnit til og med 28. marts 2020. Kortomsætningen den 27. og 28. marts er korrigeret for underrapportering. Kategorier for forbrugsgoder er bredt defineret og indeholder relaterede goder samt tjenesteydelser relateret til goderne. Overgang fra kontanter til kortbetaling som følge af smitterisiko må forventes at øge kortomsætningen, særligt i brancher med høj kontant andel.

Kilde: Nets Danmark A/S og egne beregninger.

landet, og af et mindre arbejdsudbud som følge af karantæner, sygdom, lukkede skoler og institutioner mv. Derudover har virksomhederne ændret organisering på arbejdspladserne, hvilket hæmmer produktiviteten.

Efterspørgslen reduceres også. Det sker både som en direkte konsekvens af, at borgerne opfordres til at holde sig hjemme for at mindske smittespredningen, og som følge af ændret forbrugeradfærd. Danskerne kan fx reducere de aktiviteter, hvor de vurderer, at der er risiko for smitte. Øget usikkerhed kan også få forbrugerne til at udskyde køb af varige forbrugsgoder. Faldet i forbruget kan tydeligt ses i et betydeligt fald i kortomsætningen på tværs af brancher herhjemme, jf. figur 1.

Dansk eksport reduceres som følge af et kraftigt fald i den globale efterspørgsel. Derudover hæmmes eksporten også af forstyrrelse i de globale værdikæder, ligesom der kan være udfordringer med at levere varerne til kunderne på grund af udfordringer med især lufttransport. Der forventes derfor en meget markant nedgang i den samlede eksport.

Store fald i efterspørgslen, likviditetsudfordringer og øget usikkerhed om fremtiden kan få virksom-

hederne til at udskyde eller helt droppe planlagte materielinvesteringer eller udbygningen af produktionsfaciliteterne.

Øget usikkerhed om fremtidig indtjening har yderligere medført betydelig finansiell uro, bl.a. med kraftige fald i olie- og aktiepriser, stigende risikopræmier og stor volatilitet i obligationsmarkederne. Den finansielle uro betyder, at dele af de globale finansielle markeder fungerer dårligt, og der er øget risiko for finansiell ustabilitet. Centralbanker i hele verden har derfor reageret, bl.a. ved at øge bankernes adgang til likviditet, øge opkøb af både stats- og virksomhedsobligationer og ved at etablere swappaftaler, der sikrer adgang til valuta.

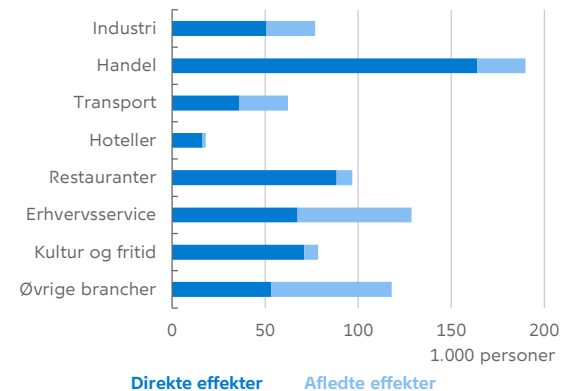
Den pludselige og betydelige opbremsning i indtjeningen kan betyde, at virksomheder må afskedige medarbejdere eller helt lukke. Beregninger viser, at mere end en tredjedel af de private jobs i Danmark kan være berørt enten direkte eller indirekte, jf. figur 2.

For at undgå, at det midlertidige fald i den økonomiske aktivitet udvikler sig til et langvarigt og kraftigt tilbageslag, har Folketinget meget hurtigt vedtaget en række økonomiske hjælpepakker. De skal forhindre, at midlertidig nedlukning af sunde virksomheder medfører konkurs, og at ledigheden stiger betydeligt. Hjælpepakkerne indeholder to typer af tiltag, likviditetsforbedrende og omkostningsdækkende tiltag.

Virksomhedernes likviditet forbedres dels ved udskydelse af moms- og skattebetalinger og dels via banklån. Virksomhedernes mulighed for at opnå lån i bankerne forbedres ved statslige garantiordninger. Derudover var de danske banker generelt i en god kapitalposition før udbruddet af coronavirusen. Det afspejler, at såvel mængden som kvaliteten af kapitalen er blevet forbedret siden finanskrisen. Den betydelige usikkerhed om den fremtidige økonomiske udvikling betyder, at det også er usikkert, hvor hårdt den finansielle sektor bliver ramt. Derfor bør bankerne agere forsigtigt og tilbageholde sidste års indtjening. Frigivelsen af den kontracykliske kapitalbuffer har givet bankerne mere luft ned til kapitalkravene, og de øvrige kapitalbuffer giver plads til yderligere nedskrivninger og tab. Det øger bankernes udlånskapacitet. Hvis tilbageslaget bliver meget stort og langvarigt, vil nogle banker komme i problemer og vil skulle krisehåndteres.

Mere end en tredjedel af de private jobs påvirkes af virusudbruddet

Figur 2



Anm.: De berørte jobs er beregnet ved brug af input-output-beregninger, der gør det muligt at inkludere afledte virkninger på aktiviteten i andre brancher af et stød til produktion eller efterspørgsel. Her anslås aktiviteten initialt at falde med 80 pct. i en række udsatte serviceerhverv, 45 pct. i detailhandlen, og 5 pct. i øvrige private erhverv, mens eksporten anslås at være reduceret med knap 25 pct.
Kilde: Egne beregninger ved hjælp af data fra Danmarks Statistik.

Nationalbanken har gennemført en række tiltag for at sikre bankernes adgang til likviditet og den finansielle stabilitet, jf. boks 1.

Adgangen til likviditet hjælper især virksomheder, hvor efterspørgslen udskydes og den tabte indtjening derfor i et vist omfang kan indhentes senere, som fx udskudt køb af varige forbrugsgoder.

For andre virksomheder vil tabt indtjening ikke kunne indhentes senere, fx restauranter, hoteller og flyselskaber. For også at hjælpe disse virksomheder er der indført en række kompensationsordninger, der dækker store dele af udgifterne til både løn og faste omkostninger, fx husleje.

Ordningerne og stor fleksibilitet på det danske arbejdsmarked betyder, at færre af de berørte lønmodtagere bliver ledige. Mange forbliver ansat med bl.a. lønkomensation, aftaler om ferie og afspadsering. Mere end 10.000 virksomheder har søgt om lønkomensation. Det kan dog ikke undgås, at ledigheden stiger. Siden 11. marts er antallet af nyregistrerede ledige steget med omkring 50.000. Til sammenligning var der i gennemsnit i årene 2015-2019 ca. 20.000 nyregistrerede ledige i samme periode, dvs. 11. til 29. marts.

Tiltag fra Nationalbanken i forbindelse med udbruddet af coronavirus

Boks 1

- Nationalbanken har etableret en ekstraordinær udlånsfacilitet, der er stillet til rådighed for de pengepolitiske modparter. Faciliteten sikrer bankerne adgang til likviditet på favorable markedsvilkår, hvis der opstår behov. Fra den 20. marts har de pengepolitiske modparter kunnet optage 1-uges lån mod pant, og fra den 27. marts har de endvidere kunnet optage 3-måneders lån mod pant. Med muligheden for at få en længere løbetid på lånene i den ekstraordinære facilitet forventes faciliteten også at understøtte et velfungerende obligationsmarked. Renten på de ekstraordinære udlån er fastsat til -0,35 pct. Renten på 3-månedersfaciliteten er variabel og følger renten på ekstraordinære udlån. Udlånene følger de pengepolitiske instrumenter med udløb den sidste bankdag i ugen. Den 27. marts tog de pengepolitiske modparter samlet lån for 82,4 mia. kr. i ekstraordinære 1-uges lån og 4,1 mia. kr. i ekstraordinære 3-måneders lån.
- Nationalbanken annoncerede den 19. og 20. marts, at man har etableret en swapaftale med den amerikanske centralbank, Federal Reserve, og genaktiveret en swapaftale med Den Europæiske Centralbank. Aftalerne sikrer de danske finansielle institutioner adgang til likviditet i dollar og euro. Swapaftalen med Federal Reserve

beløber sig til 30 mia. dollar og løber i mindst 6 måneder. Genaktiveringen af swapaftalen med Den Europæiske Centralbank betød en forøgelse af det maksimale lånebeløb fra 12 mia. euro til 24 mia. euro. Aftalen fortsætter, så længe det er nødvendigt. Resultatet af den første dollarauktion d. 26. marts 2020 var en samlet tildeling af 2.825 mio. dollar med en løbetid på 81 dage til en skæringsrente på 0,34 pct. samt 25 mio. dollar med en løbetid på 9 dage til en skæringsrente på 0,32 pct.

- Nationalbanken forhøjede indskudsbevisrenten fra -0,75 pct. til -0,60 pct. med virkning fra den 20. marts 2020. Renteforhøjelsen betød en indsnævring af det pengepolitiske spænd til euroområdet fra -0,25 procentpoint til -0,10 procentpoint. Den pengepolitiske rente er fortsat lavere i Danmark end i euroområdet. Renteændringen skete på baggrund af Nationalbankens salg af valuta.

Ud over ovenstående tiltag har Nationalbankens statsgældsforvaltning opjusteret sigtepunktet for salg af indenlandske statsobligationer i 2020 fra 75 mia. kr. til 125 mia. kr. og har endvidere fremrykket åbningsauktionen over en ny 30-årig statsobligation og udvidet skattekammerbevisprogrammet.

Bliver tilbageslaget større og længerevarende, kan det blive nødvendigt med nye og større hjælpepakker. Desuden forventes der at blive behov for mere traditionel finanspolitisk stimulans, som kan understøtte efterspørgslen, efter at virusudbruddet er kommet under kontrol.

Kraftigt fald i aktiviteten i år

Aktiviteten i en række brancher bliver meget hårdt ramt i en kortere periode som følge af virusudbruddet, de afledte omfattende foranstaltninger og ændret adfærd. Herefter vil der ske en gradvis genopretning af aktiviteten, når smittespredningen er under kontrol, men det er usikkert hvor hurtigt og i hvilket omfang.

Baseret på en række realtidsindikatorer, fx betalingskorttransaktioner, trafikindikatorer, google-

søgninger, arbejdsmarkedsindikatorer og ekspertvurderinger, vurderes de aktuelle foranstaltninger og ændret adfærd at reducere aktiviteten med ca. 25 pct., mens de står på. En forlængelse af den nuværende situation med blot nogle få uger påvirker derfor den samlede vækst i 2020 mærkbart. Den makroøkonomiske udvikling styres således ikke af normale økonomiske sammenhænge men af, hvordan virusudbruddet udvikler sig. Det gør det meget vanskeligt at skønne over udviklingen i 2020.

Til at belyse konsekvenserne for årsvæksten i BNP er der opstillet tre scenarier: Et mildt scenarie, der antager en hurtig tilbagevenden, et centralt scenarie med en mere gradvis tilbagevenden og et hårdt scenarie med en langsom tilbagevenden, jf. boks 2. I disse scenarier vil BNP i 2020 falde med mellem 3 og 10 pct., jf. figur 3.¹

¹ Størrelsen af tilbageslagene er kvantificeret ved hjælp af en input-output-model. Det muliggør en høj detaljeringsgrad, som bedre kan fange de branchespecifikke nedlukninger og fange effekter, der har karakter af et udbudsstød sammenlignet med Nationalbankens aggregerede model, MONA.

Mulighederne for, at det indenlandske forbrug vender tilbage, når udbruddet er under kontrol, vurderes at være gode, bl.a. på grund af lønkom-pensationsordningen, der i nogen grad understøt-ter husholdningernes købekraft. Dertil kommer, at forbrugskvoten allerede var lav inden udbruddet, og at husholdningerne var relativt velpolstrede. Der er dog betydelig usikkerhed om udviklingen, selv hvis de nuværende foranstaltninger lempes, da det for nuværende ikke er muligt at adskille de økonomiske effekter af ændret adfærd og foranstaltningerne.

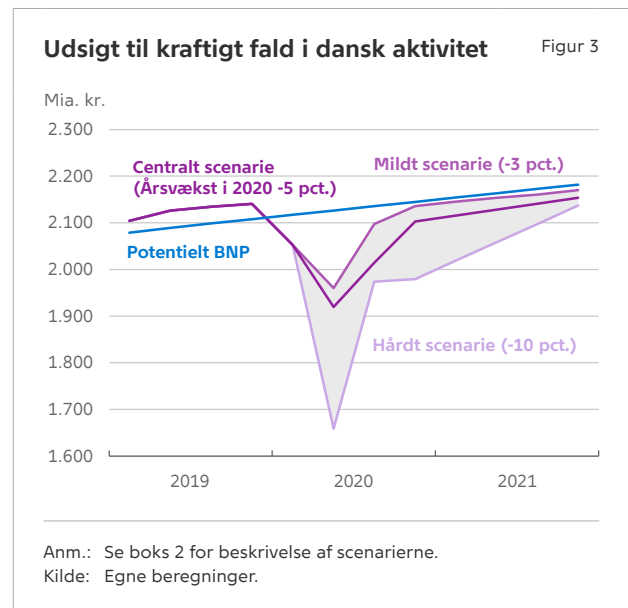
Mange lande har ikke samme gunstige udgangs-punkt som Danmark. Et lavere finanspolitisk råderum, mindre polstrede husholdninger og virksomheder gør det sværere for en række lan-de at understøtte efterspørgslen. Enkelte lande er desuden også hårdere ramt af virusudbruddet. Genopretningen af den udenlandske efterspørgsel forventes derfor at blive væsentlig mere træg end i Danmark. Lavere udenlandsk efterspørgsel redu-cerer beskæftigelse, indkomst og investeringer i Danmark – og derigennem også den indenlandske efterspørgsel.

I det centrale scenarie sker der en gradvis gen-opretning først i Danmark og med en forsinkelse i udlandet, efterhånden som udbruddet kommer under kontrol, og bekymringerne om smitte mind-skes. I slutningen af 2021 vurderes produktionsgab- et fortsat at være negativt, primært som følge af svag efterspørgsel i udlandet.

I det milde scenarie sker der en hurtig genopret-ning i både Danmark og udlandet, fx som følge af at der hurtigt udvikles en vaccine eller en effektiv behandling, og produktionsgab- et lukkes i løbet af 2021.

I det hårde scenarie trækker genopretningen ud, fx som følge af at udbruddet blusser kraftigt op i slutningen af 2020, hvis adfærd-ændringer viser sig at være længerevarende eller måske vigtigst af alt, hvis nedgangen i udlandet bliver langvarig og dyb. I dette tilfælde vil der i slutningen af 2021 fortsat være et betydeligt negativt produktionsgab.

Der er exceptionelt stor usikkerhed forbundet med disse scenarier. Det gælder både i forhold til omfan- get af virusudbruddet, varigheden af de nuværende foranstaltninger i Danmark og især også udviklingen i udlandet. Udbruddet kan medføre, at forbrugere ændrer adfærd, og at virksomheder laver tilpas-



ninger i deres produktionskæder, der kan forlænge tiden, det tager at genoprette økonomierne.

Den offentlige gæld vil vokse, men det er der plads til

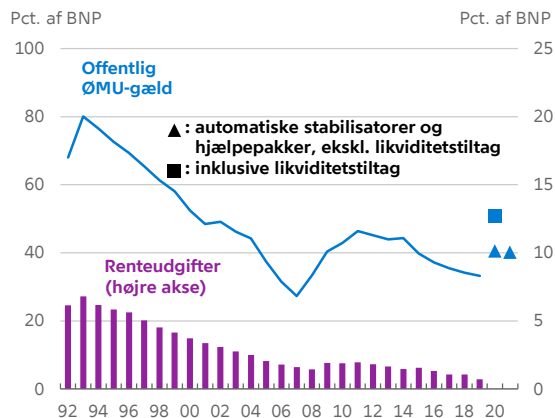
Omkostningerne ved hjælpepakkerne er store. Finansministeriet estimerer, at de kan løbe op i ca. 3 pct. af BNP, ekskl. likviditetstiltagene, som yderligere kortvarigt kan øge den offentlige bruttogæld med op til 10 pct. af BNP. Derudover svækkes de offentlige finanser yderligere primært af færre skatteind-tægter men også af øgede udgifter til ledighedsun-derstøttelse.

Bliver udbruddet længerevarende, eller benyttes hjælpepakkerne i større omfang end ventet, bliver omkostningerne betydeligt større. Det er der også plads til. Den offentlige gæld er lav, jf. figur 4, og sammen med meget lave statsrenter, og dermed lave renteomkostninger, giver det et væsentligt råderum til at lempe finanspolitikken, uden at der opstår tvivl om holdbarheden af de offentlige finanser. Som et groft skøn baseret på det centrale scenarie kan den offentlige gæld stige fra 33 pct. af BNP i 2019 til lidt over 40 pct. i 2020. En del af stigningen skyldes, at BNP falder med 5 pct. I 2021 falder gældskvoten lidt som følge af stærk fremgang i BNP.

Uden hjælpepakkerne vil aktivitet og beskæftigelse falde kraftigt og forblive underdrejet i mange år. Om-kostningerne ved hjælpepakkerne er således langt mindre end ved ikke at gøre noget.

Den offentlige gæld vil stige, men fra et lavt niveau

Figur 4



Anm.: Den offentlige ØMU-gæld var 33 pct. af BNP ved udgangen af 2019. Finansministeriet skønner, at omkostningerne til de fremlagte hjælpepakker vil være 56,3 mia. kr., mens likviditetsstøtte midlertidigt kan beløbe sig til 287,4 mia. kr. Derudover antages en lav budgetelasticitet på 50 pct., da tiltagene fra regeringen formentligt mindsker gennemslaget fra faldet i BNP til de automatiske stabilisatorer. Som et groft skøn forringes den offentlige saldo gennem de automatiske stabilisatorer således med 75 mia. kr. Hele forværringen af de offentlige finanser antages gældsfinansieret. Fremskrivningen er eksklusiv øgede udgifter til rentebetalinger som følge af de finanspolitiske tiltag.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Beregninger af scenarier

Boks 2

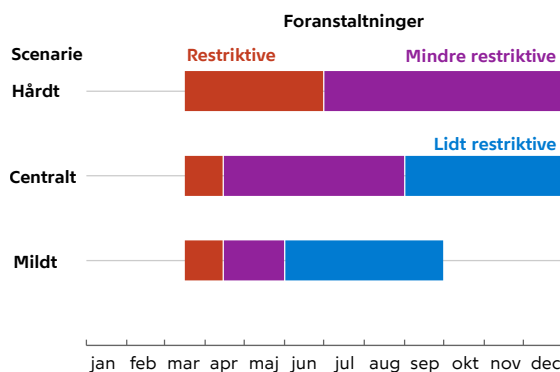
Til at illustrere og kvantificere påvirkningen af den økonomiske aktivitet er der opstillet tre scenarier. De bygger på forskellige antagelser om omfanget og varigheden af foranstaltninger, der skal mindske smittespredningen, samt følgerne i udlandet. Der skønnes over aktivitetspåvirkningen fra tre forskellige sæt af foranstaltninger:

- *Restriktive foranstaltninger.* Aktuelle foranstaltninger, som er iværksat i Danmark og udlandet. Store dele af økonomien er lukket helt ned. Minimal rejseaktivitet. Stort fald i udenlandsk efterspørgsel.
- *Mindre restriktive foranstaltninger.* Gradvis lempelse af en del af foranstaltningerne i Danmark, dvs. store dele af økonomien er påvirket, men ikke nødvendigvis helt lukket. Foranstaltningerne rundt om i verden (USA, England og andre lande) lempes med en forsinkelse – ligesom flere lande vil være ramt af følgerne.
- *Lidt restriktive foranstaltninger.* Omtrent tilbagevenden til normale tilstande i Danmark og udlandet. Det kunne fx ske, hvis der hurtigt udvikles en effektiv vaccine eller behandling.

Tre scenarier:

- *Centralt scenarie* antager, at de restriktive foranstaltninger opretholdes indtil efter påske, som er, hvad regeringen aktuelt har meldt ud. Derefter lempes de delvist frem til september, hvorefter man overgår til de lidt restriktive foranstaltninger året ud.
- *Mildt scenarie* antager, at de restriktive foranstaltninger opretholdes indtil efter påske, som er, hvad regeringen aktuelt har meldt ud. Derefter lempes de delvist frem til juni, hvorefter man overgår til de lidt restriktive foranstaltninger frem til slutningen af oktober.
- *Hårdt scenarie* antager, at de restriktive foranstaltninger opretholdes indtil udgangen af juni. Derefter lempes de delvist frem til udgangen af året.

Scenarierne illustrerer, at væksten i 2020 i høj grad bestemmes af, hvor hurtigt udbruddet kommer under kontrol og foranstaltningerne lempes, dvs. hvornår skiftet mellem de forskellige sæt af foranstaltninger sker. Det gælder også i udlandet.



UDGIVELSER



NYT

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



ANALYSE

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



RAPPORT

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



ECONOMIC MEMO

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



WORKING PAPER

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

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

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
30. marts 2020



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION