

DANMARKS NATIONALBANK

17. JUNI 2020 — NR. 12

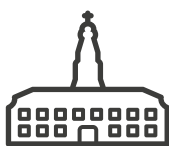
UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — JUNI 2020

Udsigt til gradvis genopretning af økonomien



Historisk hårdt tilbageslag

Dansk og international økonomi er ramt af et historisk hårdt tilbageslag. Dansk BNP ventes at falde med 4,1 pct. i år, og genopretningen i både Danmark og udlandet ventes at blive gradvis og tage flere år. Ved udgangen af 2022 vil dansk økonomi være i en mild lavkonjunktur.



Gode finanspolitiske tiltag

De aftalte finanspolitiske tiltag bidrager til et mere jævnt konjunkturførløb, når hjælpepakkerne ophører. Der kan blive behov for yderligere lempelser i 2021 og 2022. Lempelserne bør tilrettelægges, så de gode strukturer, der har bidraget til et sundt udgangspunkt for dansk økonomi, fastholdes.



Behov for internationalt samarbejde

Det er afgørende for dansk vækst og velstand, at Danmark støtter op om international koordinering og samarbejde. Danske virksomheders adgang til velfungerende og købestærke eksportmarkeder løfter dansk velstand og beskæftigelse.

INDHOLD

- 2 KORT FORTALT
- 3 UDSIGTER OG ØKONOMISK POLITIK
- 7 DANSK ØKONOMI - TENDENSER
- 15 INTERNATIONAL ØKONOMI - TENDENSER
- 27 BILAG: ANTAGELSER OG REVISIONER I PROGNOSEN FOR DANSK ØKONOMI

Kort fortalt

GLOBAL ØKONOMI

Den globale spredning af coronavirusen har medført et kraftigt og samtidigt fald i aktiviteten i mange lande. Prognoserne fra de internationale organisationer tegner et dystert billede med kraftig recession i 1. halvår 2020 efterfulgt af en gradvis og længe-revarende genopretning af den globale økonomi.

DANSK AKTIVITET

Ændret adfærd og tiltag til ind-dæmning af smitten har ramt den danske økonomi hårdt, og der er udsigt til et historisk stort tilbageslag i 1. halvår 2020. Siden medio april er økonomien gradvist blevet genåbnet, og baseret på bl.a. kortomsætning er aktivite-ten taget til.

ARBEJDSMARKED

Krisens omfang kan også ses på arbejdsmarkedet. Ledigheden er steget med knap 45.000 personer, mens 300.000 personer har modtaget kompensation for enten løn eller tabt fortjeneste. Samlet er 16 pct. af den private beskæftigelse dermed berørt af krisen.

LØN OG PRISER

Forbrugerpriserne trækkes aktuelt ned af et stort fald i oliepriserne i begyndelsen af året. Den øgede ledige kapacitet på arbejdsmarkedet giver et afdæmpet pres på priserne og lønningerne de kommende år.

VÆKSTUDSIGTER

BNP ventes at falde med 4,1 pct. i år, især på grund af udviklingen i årets første halvdel. Genopretningen ventes at være træg, særligt som følge af afdæmpet efterspørgsel fra udlandet. Økonomien skønnes dermed fortsat at være i en mild lavkonjunktur ved udgangen af 2022.

RISIKOBILLEDE

Vækstudsigterne er behæftet med ekstraordinært stor usikkerhed. Det skyldes, at den økonomiske udvikling i høj grad afhænger af udviklingen i virusudbruddet, behandlingsmulighederne og afledte reaktioner fra husholdninger, virksomheder og myndigheder både herhjemme og i udlandet.

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2019	2020	2021	2022
BNP (real), pct.	2,4	-4,1	4,2	1,6
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.998	2.958	2.969	2.993
Ledighed, brutto, 1.000 personer	104	143	132	123
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,8	6,5	6,1	6,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,7	-5,8	-2,0	-1,8
Huspriser ¹ , pct. år-år	3,0	-2,3	2,0	5,4
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,7	0,2	0,9	1,2
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,5	2,3	2,0	2,3

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.

² Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.



De finanspolitiske tiltag, der er aftalt på Christiansborg, bidrager til et mere jævnt konjunkturforløb

Udsigter og økonomisk politik

Historisk hårdt tilbageslag i 1. halvår 2020

Billedet af dansk og international økonomi blev fundamentalt ændret, da coronapandemien ramte i løbet af februar og marts. Ændret adfærd og tiltag til inddæmning af smitten lukkede mange lande ned og ramte den økonomiske aktivitet hårdt. Særligt de store eurolande Frankrig, Italien og Spanien har været mærket af pandemien og meget restriktive tiltag. Her faldt bruttonationalproduktet, BNP, med over 5 pct. i 1. kvartal.

Nedlukningen af samfundene har på få måneder skabt høj arbejdsløshed – i nogle lande historisk høj – og en stor forøgelse af både den private og offentlige gæld. Smitteudviklingen er nu i mange lande kommet så meget under kontrol, at en ny fase med trinvis genåbning af økonomierne er i gang. Det øger gradvist aktiviteten, og landene er begyndt det lange træk med at få nedbragt ledigheden.

I Danmark greb man tidligt ind for at begrænse smitten. Dele af økonomien lukkede i midten af marts. På trods af at kun en lille del af 1. kvartal var påvirket af nedlukningen, faldt BNP med 2,1 pct. Siden medio april er økonomien gradvist blevet åbnet, og baseret på bl.a. kortomsætning er aktiviteten taget til. Nedlukningen påvirker dog en større del af 2. kvartal, og for kvartalet som helhed er der derfor udsigt til et betydeligt fald i aktiviteten.

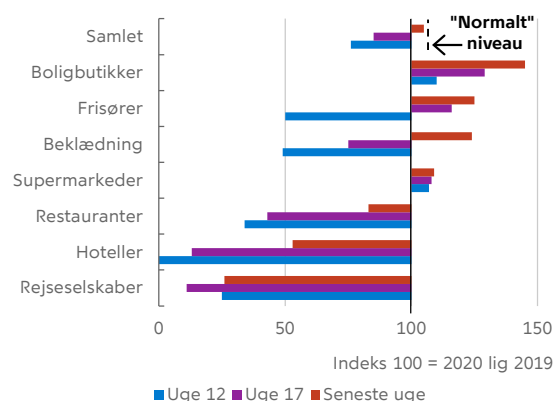
Også på arbejdsmarkedet har virusudbruddet sat et tydeligt aftryk. I de første uger efter nedlukningen steg ledigheden hastigt, men har siden begyndelsen af april udviklet sig relativt fladt. I alt er antallet af registrerede ledige steget med knap 45.000 personer siden midten af marts. Samtidig har omkring 300.000 personer modtaget kompensation for løn eller tabt fortjeneste. Antallet af berørte job udgør dermed mere end 340.000 personer. Det svarer til 16 pct. af den samlede beskæftigelse i den private sektor.

Store tab i omsætning, særligt i serviceerhverv

Pandemien har ramt de fleste brancher, men enkelte brancher har været særligt hårdt ramt. Det gælder især de erhverv, der er direkte berørt af de tiltag, der er taget for at inddæmme smitten. Det drejer sig om mange serviceerhverv som dele af transportsektoren, sportsbegivenheder, koncerter, restauranter, rejse

Mange erhverv har haft store fald i omsætningen

Figur 1



Anm.: Kortomsætningen dækker transaktioner med dansk udstedte kort, som Nets processerer. Kategorier for forbrugsgoder er bredt defineret og indeholder relaterede goder samt tjenesteydelser relateret til goderne. Observationerne viser forbruget i den pågældende uge sammenlignet med samme uge sidste år. Seneste uge er fra og med fredag d. 5. juni til og med torsdag d. 11. juni 2020. Data for den seneste uge påvirkes af forskellige placeringer af helligdage i henholdsvis 2019 og 2020. "Normalt" niveau angiver skøn for kortomsætningen korrigeret for mindre brug af kontantbetalinger og underliggende forbrugsstigning. Kilde: Nets Denmark A/S og egne beregninger.

og mere generelt turisme mv. Her viste realtidsindikatorer som kortomsætningen på dansk udstedte kort en brat opbremsning i aktiviteten, da de smitteinddæmmende tiltag blev indført i marts, jf. figur 1.

Siden den gradvise genåbning begyndte efter påske medio april, er aktiviteten i nogle brancher helt eller delvist vendt tilbage. Det gælder bl.a. frisører og tøjbutikker. For andre brancher ligger omsætningen fortsat meget langt under niveauet i begyndelsen af året. Samlet ligger kortomsætningen fortsat under det niveau, man kunne forvente, når der tages hensyn til mindre brug af kontantbetalinger og en underliggende forbrugsstigning.

Der er imidlertid også erhverv, der har haft øget omsætning og aktivitet under nedlukningen. Det gælder ikke mindst supermarkeder og byggemarkeder. Butikker med nethandel har også klaret sig godt relativt til fysiske butikker. Disse erhverv har bl.a. dra-

get fordel af, at konkurrenter er midlertidigt lukkede, eller at mange lønmodtagere har været hjemsendt eller har skiftet forbrugsmønstre og i større grad har handlet, hvor der er mindre risiko for smitte.

Byggeriet og industrien blev i første omgang ramt i mindre grad, hvilket bl.a. afspejler leverancer på ordrer afgivet før virusudbruddet. Nogle lande har lukket ned for produktionen, og det kan have skabt ekstra efterspørgsel efter danske varer og dermed holdt hånden under aktiviteten i industrien. Både byggeriet og industrien bliver dog påvirket negativt af fald i investeringerne og efterspørgslen på eksportmarkederne.

Kortvarig uro på de finansielle markeder

Den globale smittespredning og afledte usikkerhed medførte i løbet af marts stor turbulens på de finansielle markeder og resulterede bl.a. i kraftige fald i priserne på aktier, olie og stigning i risikopræmier. I Danmark faldt aktierne 28 pct. fra 20. februar til 23. marts, mens renterne på realkredit- og statsobligationer steg med 75-90 basispoint på to uger i midten af marts.¹

Omfattende pengepolitiske tiltag fra især den amerikanske centralbank, Fed, og Den Europæiske Centralbank, ECB, og en gradvis reduktion af smittespredning har medført, at stress på de finansielle markeder er løjet af. Over de seneste måneder er aktiepriserne og renterne delvist reverseret. I Danmark er renterne omtrent tilbage på niveauet, før virusudbruddet ramte Danmark i begyndelsen af marts, og markederne forventer, at renterne forbliver lave de kommende år. Samlet set vurderes de finansielle forhold at understøtte aktiviteten i økonomien igennem prognoseperioden.

Udsigt til gradvis genopretning af økonomien

Økonomien er nu i gang med anden fase, hvor økonomien gradvist genåbnes. I takt med at de smittedæmpende restriktioner lempes, bevæger økonomien sig over i en tredje fase, hvor det er de normale sammenhænge mellem udbud og efterspørgsel, der driver genopretningen af økonomien. Selv om genåbningen forløber planmæssigt uden tiltagende smittespredning, vil aktiviteten fortsat være præget

af en række afdæmpende forhold, fx anbefalinger omkring fysisk afstand og ændret adfærd.

Genåbningen øger gradvist husholdningernes forbrugsmuligheder, men der er stor usikkerhed om, hvordan de reagerer på chokket, og dermed om, hvorvidt de ændrer adfærd. De økonomiske hjælpepakker har i stort omfang holdt hånden under husholdningernes indkomst², men forbrugernes adfærd kan fortsat være påvirket af risikoen for smitte, indtil der findes en vaccine eller effektiv behandling. Forbruget af varer og tjenester, hvor smitterisikoen vurderes høj, kan dermed forblive afdæmpet. De tidlige indikatorer peger dog i retning af, at aktiviteten i genåbnede erhverv som fx restauranter og frisører hurtigt er taget til igen.

En meget stor del af værdiskabelsen i Danmark er afhængig af produktion og salg i udlandet. Dansk aktivitet og velstand er således bundet op på, at danske virksomheder har adgang til velfungerende, købestærke internationale markeder. Dansk eksport af varer og tjenester faldt med 10 pct. fra marts til april, mens der var et historisk stort fald i forventet tilgang af nye eksportordrer i 2. kvartal. Fald i udenlandsk efterspørgsel og udsigterne til en afdæmpet global genopretning vil således ramme de danske eksportvirksomheder hårdt.

Virksomhedernes lyst til at investere er både dæmpet af svagere efterspørgsel herhjemme og i udlandet og af betydelig usikkerhed om fremtiden. Derudover har det markante fald i omsætningen gjort et stort indhug i virksomhedernes opsparing og likviditet. Virksomhedernes økonomiske råderum er dermed blevet begrænset, til trods for at de kom ind i krisen relativt velpolstrede. Det kan også dæmpe erhvervsinvesteringerne fremadrettet. Omvendt kan ændrede krav og retningslinjer anspore flere investeringer inden for enkelte brancher, fx investering i online-salg eller teknologi, der kan understøtte fysisk afstand i serviceerhvervene.

I 2. halvår ventes aktiviteten at stige igen, især trukket af en gradvis genopretning af forbrug og eksport, mens udviklingen i investeringerne er mere afdæmpet. Samlet skønnes dansk BNP at falde med

1 Se Danmarks Nationalbank, Stabilisering af finansielle markeder efter covid-19-uro, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 11, juni 2020.

2 Se Mikkel Bess og Morten Werner, Husholdningernes disponible indkomst understøttes af de økonomiske hjælpepakker til erhvervslivet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 6, juni 2020.

4,1 pct. i år. I 2021 ventes økonomien at vokse med 4,2 pct., hvilket afspejler en fortsat delvis genopretning af den økonomiske aktivitet. I 2022 fortsætter genopretningen. Beskæftigelsen ventes at falde med ca. 40.000 personer i år, men vil i de kommende år stige, efterhånden som aktiviteten vender tilbage. I 2022 vil beskæftigelsen dog fortsat ligge omkring 5.000 personer under niveauet i 2019.

Pandemien og det drastiske fald i aktiviteten i år giver et markant omslag i konjunkturerne. Mens økonomien i 2019 befandt sig i en moderat højkonjunktur, ventes aktiviteten i år at være ca. 4 pct. under det konjunkturneutrale produktionsniveau, jf. figur 2. Den træge genopretning af økonomien betyder, at dansk økonomi vil befinde sig i en mild lavkonjunktur ved prognosens afslutning.

De økonomiske omkostninger ved tilbageslaget er markante. Set i forhold til et alternativt forløb uden påvirkning fra coronavirus skønnes det akkumulerede tab i aktiviteten at udgøre knap 275 mia. kr. ved udgangen af prognosen.

Ekstraordinært stor usikkerhed præger udsigterne for dansk økonomi

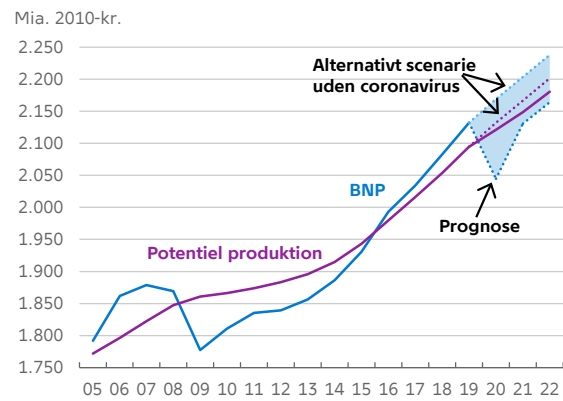
Den økonomiske udvikling afhænger i stor grad af virusudbruddet, muligheder for behandling, de inddæmmende foranstaltninger og afledte reaktioner fra husholdninger og virksomheder både herhjemme og i udlandet. Usikkerheden om disse forhold er i udpræget grad nedadrettet, men der kan også være forhold, som løfter aktiviteten mere end forventet.

De nedadrettede risici knytter sig bl.a. til faktorer som en mulig genopblussen af smitten i Danmark eller udlandet, mere udtalt tilbageholdenhed blandt forbrugerne og virksomhederne og ikke mindst en langsommere end forudsat genopretning i udlandet. Desuden kan gældskriser i højt gældsatte lande og øget protektionisme trække væksten yderligere ned. En ny bølge af smitte kan yderligere reducere risikappetitten på de finansielle markeder og på ny føre til en pludselig stramning af de finansielle vilkår, som det var tilfældet i midten af marts.

Aktiviteten kan dog også blive løftet mere end forudsat i prognosen. Det kan fx ske, hvis der relativt hurtigt findes en effektiv kur eller vaccine mod virusen. Genåbning af mange økonomier samtidigt kan potentielt føre til en generel optimisme og øget forbrugs- og investeringslyst. Endelig kan den finanspo-

Økonomien ventes at befinde sig under sit potentiale i 2022

Figur 2



Anm.: Potentiel produktion betegner det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres. Det alternative scenarie er en teknisk fremskrivning af aktiviteten og potentiel produktion med de gennemsnitlige kvartalsvise vækstrater i prognosen fra september 2019.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

litiske stimulans blive større end forudsat. Kun aftalte finanspolitiske tiltag indgår i prognosen.

De aftalte finanspolitiske tiltag bidrager til et jævnt konjunkturforløb

Inden coronapandemien var den danske økonomi robust og uden væsentlige ubalancer. Det understøtter den økonomiske genopretning. På trods heraf ventes genopretningen af økonomien at tage flere år, ikke mindst på grund af svag udenlandsk efterspørgsel.

Særligt i år og i 2021 er der udsigt til, at økonomien vil befinde sig væsentligt under sit potentiale. Folketinget har derfor indgået aftaler om en række finanspolitiske tiltag, der understøtter aktiviteten og beskæftigelsen midlertidigt og bidrager til et mere jævnt konjunkturforløb. Samlet er der aftalt tiltag for mere end 50 mia. kr. i 2020. Det gælder bl.a. frigivelse af de opsparede feriepenge og grøn boligaftale.

Der er betydelig usikkerhed om udviklingen i udlandet og fx de frigivne feriepenge virkning på aktiviteten. Bliver genopretningen væsentligt svagere end forventet, er der behov for mere finanspolitisk stimulans i 2021 og 2022. Det bør regeringen være forberedt på, men beslutningen bør afvente et tydeligere billede af genopretningens styrke. Det er

imidlertid vigtigt, at den finanspolitiske stimulans tilrettelægges, så de gode strukturer, der har bidraget til et sundt udgangspunkt for dansk økonomi, fastholdes. Det gælder fx den gradvise udvidelse af arbejdsstyrken gennem tidligere vedtagne tilbagetrækningsreformer og adgangen til udenlandsk arbejdskraft. Tiltag, som er stærkt forvridende eller giver en ujævn økonomisk udvikling, anbefales ikke, fx midlertidig momsnedsettelse.

En stor del af dansk produktion afsættes i udlandet. Dansk økonomi er derfor afhængig af, at danske virksomheder har adgang til velfungerende og købestærke eksportmarkeder. Det er derfor vigtigt, at Danmark støtter op om international koordinering og samarbejde.

Økonomisk politik

Det er positivt, at hjælpepakkerne ophører. De har holdt hånden under dansk økonomi, mens den var lukket ned. Men de kan også øge krisens samlede omkostninger, da de hæmmer tilpasning til ændrede forbrugs- og produktionsmønstre.

De aftalte finanspolitiske tiltag vurderes både i udformning og omfang at bidrage til et mere jævnt konjunkturforløb. Bliver genopretningen væsentligt svagere end ventet, er der behov for yderligere finanspolitisk stimulans i 2021 og 2022. Stimulansen bør tilrettelægges, så de gode strukturer, der har bidraget til et sundt udgangspunkt for dansk økonomi, fastholdes.

Det er afgørende for dansk vækst og velstand, at Danmark støtter op om international koordinering og samarbejde i forhold til at sikre en sund og robust international økonomi.

Dansk økonomi – tendenser

Stort fald i det private forbrug

Virusudbruddet og den bratte nedlukning af dele af økonomien i marts medførte et betydeligt fald i det private forbrug. Faldet skyldes bl.a. begrænsningen af husholdningernes forbrugsmuligheder, men også generel usikkerhed og risiko for smitte har dæmpet efterspørgslen. Det ses bl.a. ved, at lande med mindre restriktive tiltag også har oplevet markante fald i det private forbrug. Det gælder fx i Sverige.³

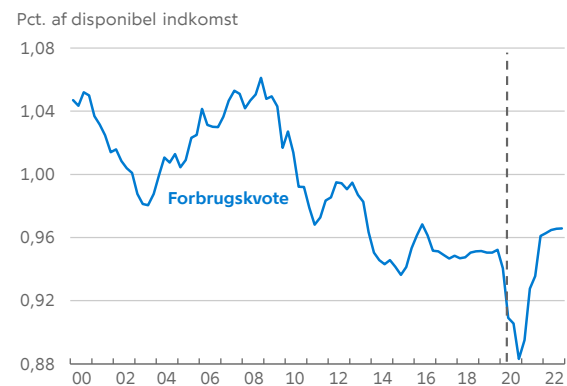
Kortomsætningen på dansk udstedte kort, der er en tidlig indikator for udviklingen i dele af det private forbrug, faldt markant i de første uger efter nedlukningen. Kortomsætningen lå samlet set omkring 30 pct. under niveauet i 2019. Siden hen er kortomsætningen gradvist vendt, i takt med at flere og flere erhverv er genåbnet, og siden midten af maj har den samlede kortomsætning været tilbage omkring 2019-niveauet. Det er dog fortsat under det niveau, man kunne forvente, når man tager hensyn til mindre brug af kontantbetaling og underliggende vækst i forbruget.

Genåbningen betyder, at det fremadrettet især er husholdningernes efterspørgsel, som bestemmer det samlede private forbrug. Efterspørgslen afhænger af udvikling i husholdningernes disponible indkomst. I år dæmpes den disponible indkomst dels af et fald i beskæftigelsen og øget ledighed, dels af en mere afdæmpet udvikling i lønstigningstakten. Omvendt øges husholdningernes rådighedsbeløb af de finanspolitiske tiltag, herunder udbetalingen af de indefrosne feriepenge. Samlet ventes den disponible indkomst at stige med 5,5 pct. i år og aftage med 0,5 pct. i 2021. Væksten i den disponible indkomst samlet over de to år er noget lavere end de foregående fire år, hvor den disponible indkomst i gennemsnit steg med 3 pct. årligt.

Foruden indkomsten afhænger husholdningernes forbrug også af deres adfærd, dvs. hvor stor en del af indkomsten de henholdsvis forbruger eller sparer op. Allerede inden tilbageslaget brugte de danske

Forbrugskvoten dykker midlertidigt over de kommende år

Figur 3



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit. Disponibel indkomst er korrigeret for omlægning af kapitalpensioner og opsparing i LD Fonde i 2013 og 2015.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

husholdninger en i historisk sammenhæng meget lav andel af deres disponible indkomst på forbrug. Særligt husholdninger med høj bruttogæld har i de senere år brugt en stor del af deres indkomstfremgang til at konsolidere sig.⁴ De foregående års forbrugsvækst har dermed ikke ført til en væsentlig gældsopbygning blandt husholdningerne, i modsætning til udviklingen i årene op til finanskrisen.

Forbrugskvoten ventes at falde til et historisk lavt niveau i år som følge af nedlukningen af økonomien og den betydelige usikkerhed, jf. figur 3. I takt med at økonomien genåbnes, og husholdningernes tilbageholdenhed aftager, vil forbrugskvoten gradvist stige frem mod udgangen af prognosen, hvor den vil være tilbage omkring niveauet før virusudbruddet.

Der er imidlertid betydelig usikkerhed om husholdningernes forbrugsadfærd fremadrettet. Det pludselige og omfattende stød til økonomien kan medføre

3 Se Asger Lau Andersen, Emil Toft Hansen, Niels Johannesen og Adam Sheridan, Pandemic, Shutdown and Consumer Spending: Lessons from Scandinavian Policy Responses to COVID-19, *Working paper*, 2020.

4 Se Svend Greniman Andersen, Stine Ludvig Bech, Simon Juul Hviid og Andreas Kuchler, Forbruget dykker midlertidigt på grund af corona, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 7, juni 2020.

mere permanente ændringer i husholdningernes adfærd. Deres opsparing kan eksempelvis øges, hvis de ønsker at forsikre sig mod lignende stød fremadrettet. Et betydeligt socialt sikkerhedsnet med ledighedsunderstøttelse reducerer imidlertid behovet for øget selvforsikring.

Sværere tider for danske eksportvirksomheder

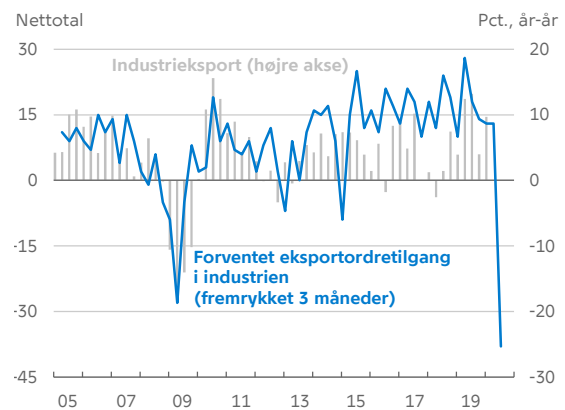
Pandemien har bevirket et markant aktivitetsfald i stort set alle lande samtidigt. OECD peger på et fald i globalt BNP på 6 pct. i 2020 men understreger, at det kan blive værre. Verdenshandlen er skrumpet markant, og internationale organisationer forventer, at den falder med 10 pct. eller mere i 2020.

Det globale tilbageslag medførte et markant fald i dansk vareeksport på 10 pct. fra marts til april. Faldet i eksporten er dog noget mindre end i andre europæiske lande. Det mindre fald i eksporten kan skyldes flere faktorer, fx leverancer på tidligere afgivne ordrer eller hamstring af danske medicinalprodukter. Nedlukningen af produktion i nogle lande kan også midlertidigt have øget efterspørgslen efter danske varer. Endelig består dansk vareeksport i høj grad af varegrupper, som er mindre konjunkturfølsomme.⁵ Det gælder fx medicinal- og fødevarer. Et markant fald i virksomhedernes forventninger til tilgangen af nye eksportordrer i 2. kvartal varsler dog sværere tider for dansk eksport, jf. figur 4.

Eksporten af tjenesteydelser er allerede nu mærkbart påvirket af det bratte fald i global aktivitet. Frygt for smitte og lukkede grænser har reduceret rejseaktiviteten, mens lukkede fabrikker og forstyrrelser af forsyningskæderne har medført et fald i eksporten af transportydelser. Samlet faldt eksporten af tjenester i værdi med knap 10 pct. i april.

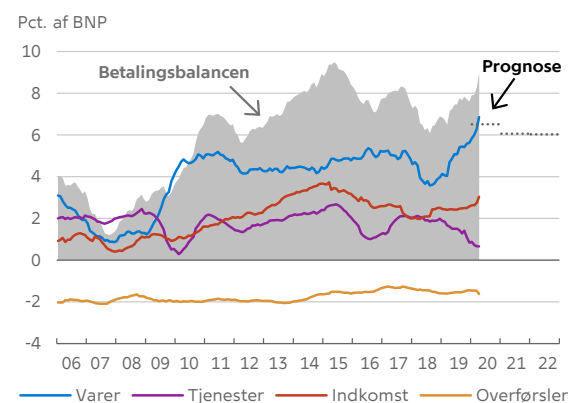
Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster har igennem en årrække været ekstraordinært stort. Sidste år løftede en stærk eksportvækst og et stort afkast på udlandsformuen overskuddet til knap 180 mia. kr., svarende til ca. 8 pct. af BNP, jf. figur 5. I år ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde til omkring 6,5 pct. af BNP. Det hænger bl.a. sammen med forventningen om, at tilbageslaget i udlandet

Fald i eksportordrer tegner dystert billede for eksporten Figur 4



Anm.: Industrieksporten er i mængder.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Stort overskud på betalingsbalancen Figur 5



Anm.: Opgjort som 12 måneders glidende sum i pct. af BNP til og med april 2020.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

⁵ Se Adrian Michael Bay Schmith og Helle Eis Christensen, Stort fald i dansk eksport, men sammensætningen kan være en stødpude, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 8, juni 2020.

bliver mere markant end herhjemme. Dansk import ventes derfor ikke at falde i samme omfang som eksporten. Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster ventes at stabilisere sig omkring 6 pct. af BNP i 2021 og 2022.

Udsigt til markant fald i virksomhedernes investeringer

I de seneste år har virksomhederne øget deres investeringer, i takt med at den ledige produktionskapacitet er blevet brugt op. Det bratte fald i indenlandsk og udenlandsk efterspørgsel samt betydelig usikkerhed om fremtidig indtjening betyder, at virksomhederne i stor grad enten udskyder eller helt aflyser investeringer i nye produktionsfaciliteter eller materiel. Desuden kan virksomhedernes muligheder for investering være begrænset af likviditetsudfordringer og øget gældsætning.

Investeringerne i både materiel og bygninger ventes at falde markant i år – også mere end værditilvæksten i de private byerhverv. Udviklingen indebærer dermed et betydeligt fald i investeringskvoterne, jf. figur 6.

Virksomhedernes investeringslyst skønnes at forblive afdæmpet gennem prognosen. Det afspejler bl.a. udsigterne til mere afdæmpet efterspørgselsvækst – især fra udlandet. For nogle virksomheder kan pludseligt likviditetspres og en øget gældsætning tilskynde til konsolidering de kommende år. Investeringskvoterne ventes således at forblive på et lavt niveau frem mod udgangen af 2022.

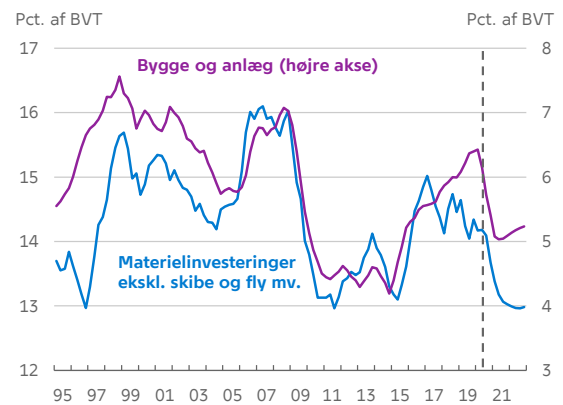
Store offentlige underskud i vente

Det kraftige omslag i konjunkturerne og de gennemførte hjælpepakker giver et stort underskud på den offentlige saldo i år og øger den offentlige gældsætning. Danmarks finanspolitiske udgangspunkt er dog gunstigt som følge af en fornuftig og holdbar finanspolitik. Forud for krisen er der gået flere år med betydelige overskud på den offentlige saldo, hvilket har reduceret den offentlige gæld fra 46 pct. af BNP i 2011 til 33 pct. af BNP i 2019, jf. figur 7. Det er lavt i en international sammenligning og bidrager bl.a. til Danmarks AAA-rating og dermed lave renteomkostninger. Udgangspunktet giver dermed råderum til midlertidigt at lempe finanspolitikken for at understøtte den indenlandske efterspørgsel.

Underskuddet på den offentlige saldo skønnes i år at blive i omegnen af 130 mia. kr., svarende til knap 6 pct. af BNP. Saldovirkningen fra hjælpepakkerne

Virksomhedernes investeringskvoter ventes at forblive lave de kommende år

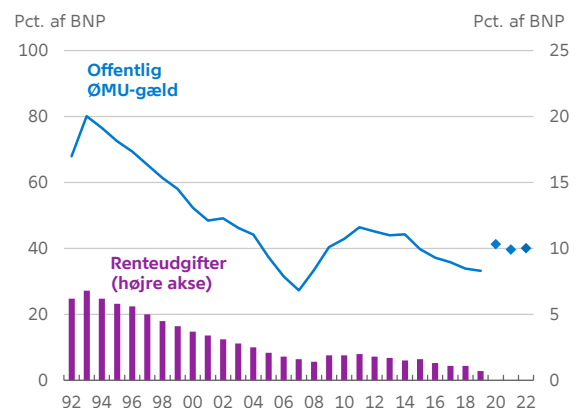
Figur 6



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Den offentlige gæld vil stige

Figur 7



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

alene udgør ca. 110 mia. kr. I 2021 og 2022 ventes underskuddene at udgøre omkring 2 pct. af BNP som følge af de svagere konjunkturer. Den offentlige bruttogæld stiger til ca. 40 pct. af BNP i 2022.

Mange beskæftigede berørt af virusudbruddet

Virusudbruddet og de smitteinddæmmende foranstaltninger har sat et tydeligt aftryk på arbejdsmarkedet. Særligt i de første uger efter indførelsen af restriktionerne steg ledigheden markant, og alene i marts faldt lønmodtagerbeskæftigelsen med 25.000

personer. Siden hen er udviklingen i ledigheden fladet ud. Samlet er antallet af registrerede ledige steget med knap 45.000 personer og udgjorde omkring 175.000 personer i begyndelsen af juni.

Antallet af berørte job er imidlertid væsentligt større, end ledigheds- og lønmodtagertallene indikerer. Det skyldes, at mere end 235.000 lønmodtagere har været hjemsendt med lønkompensation, mens ca. 60.000 selvstændigt erhvervsdrivende har modtaget kompensation. Dermed er mere end 340.000 job berørt af krisen. Det svarer til 16 pct. af den private beskæftigelse. Hårdest ramt er ansatte inden for handel samt hotel- og restaurationsbranchen, jf. figur 8. Her er henholdsvis 17 og 46 pct. af dem, der var beskæftigede i 4. kvartal 2019, enten ramt af ledighed eller på lønkompensation.

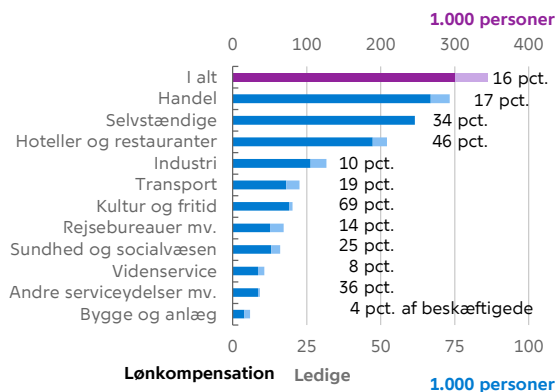
Det danske arbejdsmarked er generelt kendetegnet ved en stor fleksibilitet med mange årlige nyansættelser og afskedigelser. Flexibiliteten bidrager til, at virksomhederne på den ene side relativt hurtigt kan tilpasse produktionen og beskæftigelsen i tilfælde af et tilbageslag eller forskydninger i efterspørgslen, mens husholdningerne på den anden side er sikret mod en større nedgang i indkomsten med ledighedsunderstøttelse. De nuværende hjælpepakker sikrer husholdningernes indkomster i endnu højere grad, men samtidig hæmmer de fleksibiliteten, fordi beskæftigelsen fastholdes i de berørte erhverv.

I de kommende måneder påvirkes beskæftigelsen af to modsatrettede effekter. Genåbningen af økonomien påvirker aktiviteten og dermed beskæftigelsen positivt, og nogle af de ledige finder et job. Omvendt vil en udfasning af hjælpepakkerne føre til flere afskedigelser af dem, der hidtil har været på lønkompensation, hvilket øger ledigheden. Afskedigelserne ventes at overstige antallet af ledige, der kommer i job, og beskæftigelsen skønnes i 4. kvartal at være faldet med omkring 70.000 personer siden begyndelsen af året. Herefter stiger beskæftigelsen langsomt, og ledigheden stabiliserer sig, efterhånden som aktiviteten i både Danmark og udlandet vender tilbage. Ved udgangen af 2022 ventes beskæftigelsen dog fortsat at ligge ca. 10.000 personer under 4. kvartal 2019, jf. figur 9.

Den strukturelle beskæftigelse forventes at stige med omkring 50.000 personer, bl.a. under forudsætning af at pensionsalderen gradvist forøges som følge af vedtagne reformer. Ved udgangen af 2022

340.000 job er enten nedlagt eller omfattet af kompensation

Figur 8

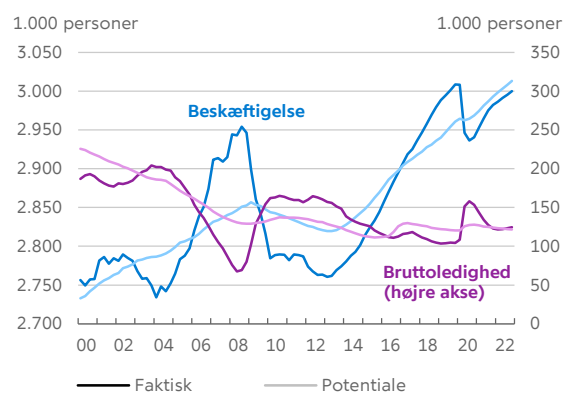


Anm.: Stigningen i ledigheden er defineret som antal ledige den 8. juni i forhold til den 8. marts 2020. Antal personer omfattet af lønkompensation samt selvstændige er senest opgjort den 8. juni og dækker over alle personer, der i løbet af perioden har været omfattet af ordningerne. Antal berørte personer fordelt på brancher er yderligere opgjort som andel af den private lønmodtagerbeskæftigelse i 4. kvartal 2019. Andelen af berørte selvstændige er opgjort i forhold til nationalregnskabs opgørelse i 2019.

Kilde: Erhvervsstyrelsen, Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering, Danmarks Statistik og egne beregninger.

Fald i beskæftigelse og øget ledighed reverseres kun delvist frem mod 2022

Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

skønnes beskæftigelsen at være ca. 15.000 personer under det strukturelle niveau.

Ledige ressourcer på arbejdsmarkedet dæmper lønstigningstakten

De danske lønstigninger har generelt været beherskede i årene op til virusudbruddet – særligt set i lyset af at ledigheden i en længere periode lå lidt under det strukturelle niveau. En afdæmpet udvikling i forbrugerpriserne betyder dog, at lønmodtagerne har haft en pæn vækst i deres købekraft, jf. figur 10.

De nye overenskomstaftaler i den private sektor lægger op til lidt højere lønstigninger i de kommende år, jf. figur 11. Det afspejler bl.a. den gunstige konjunktursituation, som dansk økonomi befandt sig i før udbruddet af coronavirusen.

De centrale overenskomstaftaler fastsætter imidlertid kun lønnen på normallønsområdet, som dækker ca. 20 pct. af lønmodtagerne i den private sektor. For størstedelen af de øvrige lønmodtagere fastsættes alene mindstebetalingen i de centrale overenskomster. Den faktiske fastsættelse af lønnen forhandles efterfølgende lokalt. Forhandlingssystemet bidrager til fleksibiliteten på det danske arbejdsmarked ved at sætte virksomhederne i stand til relativt hurtigt at kunne tilpasse omkostningerne til skift i efterspørgselssituationen.

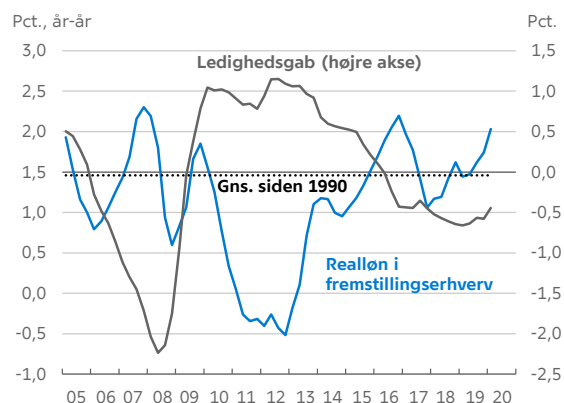
Det økonomiske tilbageslag dæmper efterspørgslen efter arbejdskraft og lægger dermed et nedadgående pres på lønstigningstakten. Således er der udsigt til, at de faktiske lønstigninger bliver lavere, end de centrale overenskomstresultater indikerer. I år ventes lønningerne i fremstillingserhvervene at stige med 2,3 pct., før de aftager til omkring 2,0 pct. i 2021 og stiger til 2,3 pct. i 2022.

Prispresset i økonomien er svagt

Forbrugerprisstigningerne, der gennem en årrække har været afdæmpede, er aftaget i begyndelsen af året. I april og maj lå det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) lidt under niveauet året før, jf. figur 12.⁶ Priserne trækkes aktuelt ned af de betydelige fald i olieprisen i begyndelsen af året. Risikoen

Pæn fremgang i realløn trods afdæmpet lønudvikling

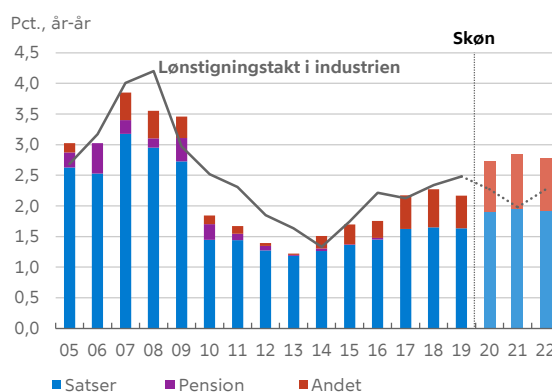
Figur 10



Anm.: 4 kvartalers glidende gennemsnit for reallønnen.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

De centrale overenskomster indeholder lidt højere lønstigninger

Figur 11



Anm.: Lønstigningstakten i industrien er det implicitte lønindeks fra Danmarks Statistik. Referenceforløbet består af sæts, pensioner, fritvalgsordninger og andet, og det er opgjøret ekskl. genetillæg. Referenceforløbet indeholder Industriens Overenskomst for arbejdere, Bygge- og anlægsoverenskomsten, Butiksoverenskomsten, Fællesoverenskomsten samt Transport- og Logistikoverenskomsten. Egne skøn for omkostningsvirkningerne af de seneste overenskomstaftaler baseret på information om omkostningsvirkningerne fra tidligere overenskomster. Skønne er baseret på Industriens overenskomst og Fællesoverenskomsten.
Kilde: Statistikudvalget og egne beregninger.

6 Prisindekset er behæftet med betydelig usikkerhed, da det som følge af virusudbruddet ikke har været muligt at indhente priser fra en række brancher, der har været lukket ned.

for egentlig deflation, forstået som en periode med generelle og vedvarende prisfald, vurderes dog at være lille.

Mange priser stiger fortsat. Kerneinflationen, der udelader energi og uforarbejdede fødevarer, har udviklet sig stabilt omkring 0,7 pct. det sidste år, mens der har været en lille stigning i indekset for indenlandsk markedsbestemt inflation, IMI, der afspejler det indenlandske prispres.

Mens det store fald i energipriser og efterspørgsel giver et nedadrettet pres på priserne generelt, så kan nye retningslinjer og krav til virksomhederne medføre, at nogle priser stiger. For eksempel kan øgede krav om rengøring og begrænsninger i antallet af kunder øge produktionsomkostningerne i mange virksomheder.

Årstigningstakten i forbrugerpriserne ventes i år at aftage til 0,2 pct. Det skyldes først og fremmest den lavere oliepris, mens forhøjelsen af afgifter på cigaretter trækker op. I 2021 og 2022 skønnes forbrugerpriserne at stige med henholdsvis 0,9 og 1,2 pct. Inflationen løftes bl.a. af tiltagende oliepriser, ligesom tiltagende efterspørgsel bidrager til prisstigningerne.

Opbremsning på boligmarkedet

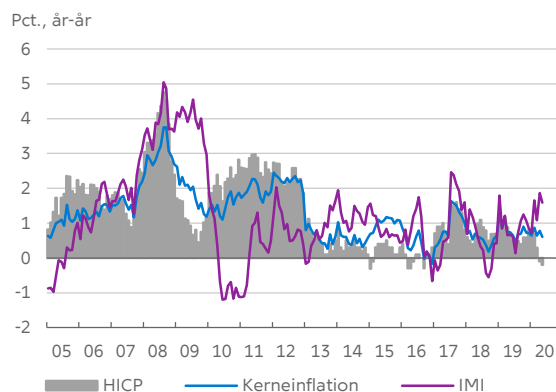
Boligpriserne er steget betydeligt gennem en længere årrække, men i modsætning til situationen før finanskrisen har udviklingen på boligmarkedet overordnet set været balanceret. Igennem 2019 og de første måneder af 2020 steg priserne på både enfamiliehuse og ejerlejligheder på landsplan i et roligt tempo med høj handelsaktivitet og et stabilt udbud af boliger til salg.

Udviklingen på boligmarkedet ændrede sig brat midt i marts med nedlukningen af store dele af økonomien. Handelsaktiviteten og udbuddet af boliger til salg faldt umiddelbart for både huse og ejerlejligheder, jf. figur 13. Planlagte fremvisninger blev aflyst, og købere aflyste eller udskød handler, bl.a. på grund af midlertidige kursfald på realkreditobligationer i kølvandet på nedlukningen. Siden midten af april er handelsaktiviteten vendt tilbage til niveauet før nedlukningen.

Priserne på både huse og især ejerlejligheder er ifølge Boligsiden faldet lidt i april, og der er givet større nedslag i prisen ved bolighandler end normalt. Priserne på ejerlejligheder, især i København, er trods

Forbrugerprisinflationen er aftaget, mens kerneinflationen er uændret

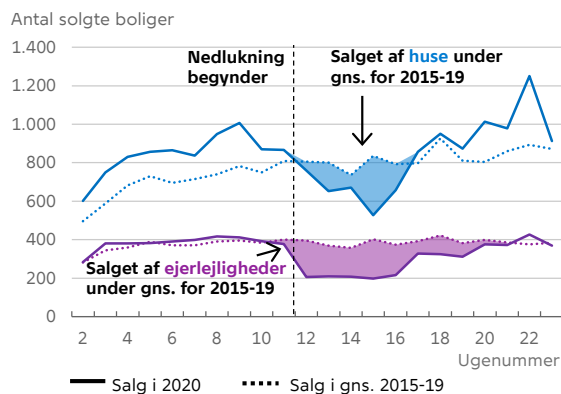
Figur 12



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Kerneinflation er HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. IMI er indenlandsk markedsbestemt inflation.
Kilde: Danmarks Statistik.

Aktiviteten på boligmarkedet er vendt tilbage

Figur 13



Kilde: Boligsiden og egne beregninger.

faldet stadig højere, end hvad bl.a. husholdningernes disponible indkomst og renteniveauet tilsiger. De fleste ejerboliger er dog relativt lavt belånt, og boligejerne har en lav boliggyld i forhold til deres indkomst.⁷

Udviklingen på boligmarkedet drives i stor grad af udviklingen i husholdningernes indkomst og renterne. Trods det økonomiske tilbageslag ventes husholdningernes indkomst fortsat at stige i år, om end i et lidt lavere tempo end de foregående år. Dertil er renterne fortsat meget lave. Samlet tilsiger det en stabil udvikling på boligmarkedet. På trods heraf skønnes priserne på enfamiliehuse dog at falde med 2,3 pct. i år som følge af øget usikkerhed og dyk i huspristilliden, der dæmper efterspørgslen efter boliger. Samtidig vil færdiggørelsen af allerede påbegyndt nybyggeri øge boligudbuddet og yderligere lægge et nedadgående pres på prisudviklingen.

Faldet i boligpriserne afspejler dermed primært andet end boligmarkedets fundamentale forhold, og boligpriserne vil også stige igen, efterhånden som aktiviteten i økonomien vender tilbage, og beskæftigelsen og indkomsterne stiger. Markederne forventer, at renterne forbliver lave gennem prognoseperioden. Samtidig kan ændrede forbrugsvaner med bl.a. mindre rejseaktivitet betyde, at husholdningerne prioriterer boligen højere i budgettet. I 2021 og 2022 ventes priserne på enfamiliehuse at stige med henholdsvis 2,0 pct. og 5,4 pct.

Markedet for sommerhuse har udviklet sig anderledes end resten af boligmarkedet med høj omsætning siden påsken i midten af april. Efter kraftige prisstigninger i begyndelsen af 2020 faldt priserne i april. Prisfaldet forventes at være midlertidigt og drevet af sammensætningseffekter, hvor de dyre sommerhuse er blevet solgt, og turen nu er kommet til de billigere huse med dårligere stand og beliggenhed.

Risikobilledet er udpræget nedadrettet

Der er betydelige nedadrettede risici knyttet til udviklingen i de kommende år. Det hænger sammen med, at økonomien aktuelt drives af pandemien og nedlukningsforanstaltninger. Tilbageslaget kan fx

blive mere langvarigt, hvis smittetrykket stiger igen, og der opstår en ny bølge af smittespredning. Det kan afstedkomme nye foranstaltninger og fornyet tilbageholdenhed blandt husholdninger og virksomheder, som hæmmer aktiviteten. Hvis nedlukningsforanstaltninger fortsætter i en længere periode, kan midlertidige likviditetsudfordringer i virksomheder desuden føre til solvensproblemer og påvirke stabiliteten i den finansielle sektor.

En ny bølge af smitte kan samtidig reducere risikoappetitten på de finansielle markeder og dermed medføre en ny pludselig stramning af de finansielle vilkår, som det skete i midten af marts. Derudover kan stigende gæld og nye sårbarheder i vækst- og udviklingsøkonomierne betyde, at tilbageslaget i udlandet bliver større end ventet.

Pandemien og det økonomiske tilbageslag har generelt medført nye sårbarheder og risici, som kan påvirke global økonomi i de kommende år. Først og fremmest vil gælden i både den private og offentlige sektor stige betydeligt i løbet af året. Høj offentlig gæld kan føre til bekymringer om holdbarhed af de offentlige finanser og føre til højere finansieringsomkostninger i lande, hvor gælden allerede var høj, inden pandemien ramte.

Endvidere kan erfaringerne med en global pandemi føre til strukturelle ændringer i globale værdikæder og forbrugsmønstre. Det kan også omfatte fundamentale ændringer i international handel og samarbejde. Frygten for ny smittespredning kan fx påvirke holdninger til globalisering og føre til øget protektionisme.

De nye nedadrettede risici kommer oven i de risici, der også knyttede sig til vækstudsigterne før udbruddet af coronavirus. De omfatter bl.a., at den fremtidige handelsrelation mellem EU og Storbritannien endnu ikke er afklaret. Derudover er der spændinger mellem USA og Kina, og handelskonflikten kan eskalere på ny.

Der er imidlertid også faktorer, der kan medføre en hurtigere end ventet økonomisk genopretning. Først og fremmest vil en effektiv vaccine eller behandling

⁷ Se Svend Greniman Andersen, Simon Juul Hviid og Agnete Gad Knudsen, Moderat tilbageslag på boligmarkedet, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 5, juni 2020.

kunne forhindre yderligere smittespredning og derigennem skabe betingelser for en hurtig genopretning i aktiviteten. For det andet kan genopretningen ske hurtigere, fordi tilbageslaget ikke er kommet på baggrund af væsentlige ubalancer i økonomien, der først skal korrigeres.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

					2019		2020
	2019	2020	2021	2022	3. kv.	4. kv.	1. kv.
Realvækst i forhold til perioden før, pct.							
BNP	2,4	-4,1	4,2	1,6	0,4	0,4	-2,1
Privat forbrug ¹	2,2	-2,5	7,5	2,3	0,2	1,7	-3,3
Offentligt forbrug	0,5	1,8	0,1	1,0	0,2	1,4	-1,5
Boliginvesteringer	8,0	-3,7	9,9	-1,4	-4,0	2,5	3,2
Offentlige investeringer	4,0	0,5	0,9	0,9	0,5	-5,5	5,1
Erhvervsinvesteringer	1,5	-10,3	-0,2	1,9	2,2	1,1	-2,6
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,2
Eksport	1,6	-8,0	5,8	5,9	0,8	-0,5	-0,8
Industrieksport	8,3	-5,6	6,5	5,9	2,6	-2,0	3,1
Import	0,1	-5,6	6,3	6,5	0,3	0,1	-0,1
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.998	2.958	2.969	2.993	3.001	3.009	3.008
Ledighed, brutto, 1.000 personer	104	143	132	123	105	104	108
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,8	6,5	6,1	6,0	8,7	8,1	7,5
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,7	-5,8	-2,0	-1,8	2,9	3,5	-5,8
Huspriser ³ , pct. år-år	3,0	-2,3	2,0	5,4	3,4	3,7	3,3
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,7	0,2	0,9	1,2	0,4	0,7	0,6
Timeløn ⁴ (industrien), pct. år-år	2,5	2,3	2,0	2,3	2,7	2,8	2,8

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Omfatter både husholdninger og NPISH.

2. Bidrag til BNP-vækst (posten omfatter lagerinvesteringer, værdigenstande og statistisk diskrepans).

3. Nominelle priser på enfamiliehuse.

4. Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

International økonomi – tendenser

Global økonomi i dyb recession

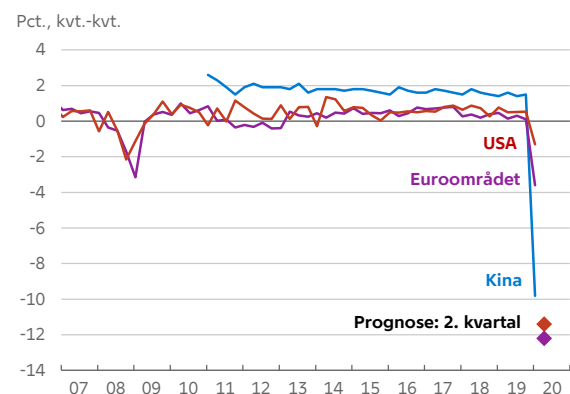
Udbruddet af coronavirus har ført til et brat fald i den globale økonomiske aktivitet. Over hele verden er økonomien blevet negativt påvirket af pandemien igennem adfærdsmæssige ændringer og foranstaltninger til at inddæmme smittespredning. Det har i 1. halvdel af 2020 medført et drastisk fald i efterspørgslen og påvirket bl.a. arbejdsudbuddet, industriproduktionen og verdenshandlen. Pandemien har i særlig grad ramt aktiviteten i servicesektoren, som omfatter mange brancher med social interaktion, herunder turisme, restauranter og underholdning. Påvirkningen af den arbejdskraftintensive servicesektor har ført til en kraftig stigning i ledigheden på tværs af lande. I USA har over 40 mio. amerikanere meldt sig ledige siden midten af marts. Faldet i aktiviteten er opstået hurtigere end under finanskrisen og er samtidig dybere. På den baggrund står den globale økonomi midt i en dyb recession.

Pandemien har skabt stor usikkerhed om den økonomiske udvikling. Det gav i midten af marts anledning til stor uro på de finansielle markeder og medførte en markant stramning af de finansielle vilkår. Efterfølgende er der gennemført omfattende finans- og pengepolitiske tiltag, som foreløbigt har bidraget til at mindske volatiliteten på de finansielle markeder.

Udsigterne for den globale økonomi er stadig præget af ekstraordinært stor usikkerhed. Den økonomiske udvikling afhænger i høj grad af udviklingen i pandemien og de foranstaltninger, der skal begrænse smittespredning. Hvis det lykkes at holde smittespredningen under kontrol, er der udsigt til en gradvis genopretning, i takt med at økonomierne åbner mere op, og aktiviteten vender tilbage til et mere normalt niveau. I mange lande har nedlukningen dog haft betydelige konsekvenser for store dele af økonomien, hvilket kan betyde, at genopretningen trækker ud. Det gælder især i lande, som har været særligt hårdt ramt af smitte og restriktioner, og hvor det økonomiske råderum til at understøtte aktiviteten er begrænset. Samtidig kan frykten for smitte og krav om social distancering medføre afdæmpet efterspørgsel i en lang periode fremover.

Stort globalt vækstfald i 1. kvartal

Figur 14



Anm.: Prognose for BNP-vækst i 2. kvartal er baseret på Europa-Kommissionens forårsprognose, maj 2020.
 Kilde: OECD og Europa-Kommissionen.

Store fald i den økonomiske aktivitet

Udbruddet af coronavirus begyndte i Kina, hvor smittespredningen for alvor tog fart i begyndelsen af året. Derefter spredte virusudbruddet sig hastigt til resten af verden i løbet af februar og marts. Myndighederne verden over gennemførte en række foranstaltninger for at begrænse smitten, herunder karantæner og nedlukning af store dele af økonomien. Det fik store konsekvenser for den økonomiske aktivitet i 1. kvartal. I Kina faldt BNP med 9,8 pct. fra 4. kvartal i 2019, jf. figur 14. I euroområdet var faldet 3,6 pct., og i USA 1,3 pct.

Forskellene i påvirkningen af den økonomiske aktivitet afspejler især, hvordan smitten har udviklet sig, og hvor længe økonomierne har været lukket ned. Derudover har omfanget af restriktioner haft stor betydning for, hvor hårdt aktiviteten er blevet ramt. Faldet i BNP var således størst i de lande, hvor smittespredningen og nedlukningen har været mest omfattende, jf. figur 15. Især i store eurolande som Frankrig, Italien og Spanien blev der indført stramme restriktioner som fx udgangsforbud og nedlukning af ikke-kritisk industri for at begrænse smittespredning.

I Sverige har samfundet ikke været lukket ned i samme grad som i de fleste andre europæiske lande.

Indtil videre er aktiviteten ikke faldet så kraftigt, som det har været tilfældet i fx euroområdet. Sveriges BNP steg således med 0,1 pct. i 1. kvartal.

Vækstøkonomierne har været hårdt ramt af nedlukningen. Ud over tab af indenlandsk efterspørgsel har nedlukningen også medført tab af turistindtægter, som er vigtige for mange af landene. Faldet i råvarepriser, herunder olieprisen, dæmper desuden væksten i de råvareeksporterende lande. Kombinationen af høj usikkerhed, et kollaps i olieprisen og lavere risikoappetit har medført kapitaludstrømning og valutasvækkelse i en række lande. Især i lande med høj offentlig gæld eller privat udlandsgæld er det en udfordring at tiltrække kapital. Over 100 lande har siden marts ansøgt om nødfinansiering hos Den Internationale Valutafond, IMF, som følge af betalingsbalanceproblemer.

Genopretning af økonomien i takt med genåbning

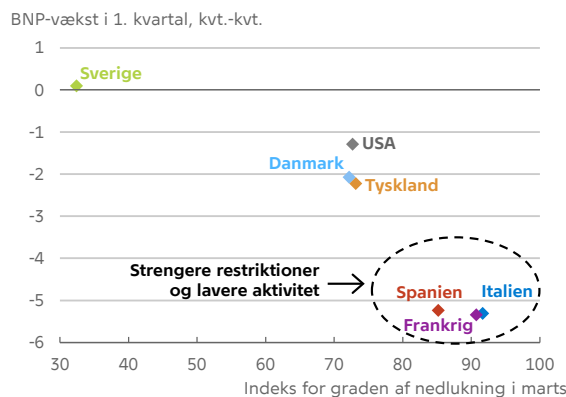
I Kina kom smitten så meget under kontrol, at flere fabrikker begyndte at lukke op igen i februar og marts. Det har afspejlet sig i produktionen, som er steget efter et betydeligt fald i begyndelsen af året, jf. figur 16. Aktiviteten i Kina er dog fortsat på et lavt niveau sammenlignet med før udbruddet af coronavirus, hvilket især gælder servicesektoren. Detailsalget er steget i april og maj, men ligger stadig på et lavt niveau sammenlignet med året før. Det tyder på, at genopretningen på efterspørgselssiden generelt kan ventes at tage længere tid, bl.a. fordi adfærdsmæssige faktorer spiller en stor rolle.

I euroområdet og USA har foranstaltningerne for at begrænse smittespredningen været i kraft langt ind i 2. kvartal. Der ventes derfor et endnu større fald i den økonomiske aktivitet i dette kvartal. Det afspejles bl.a. i erhvervstilliden, som faldt til et rekordlavt niveau i april og fortsat peger mod faldende aktivitet trods en markant stigning i maj, jf. figur 17.

I løbet af maj kom smittespredningen så meget under kontrol i de fleste eurolande og en række delstater i USA, at de kunne påbegynde en gradvis genåbning af økonomien. Genåbningen ventes at afspejle sig i den økonomiske aktivitet i den kommende tid. I euroområdet har den første fase i genåbningen bl.a. omfattet de mindre serviceerhverv som fx frisører og restauranter. Samtidig er museer og nogle uddannelsesinstitutioner begyndt at åbne op igen. Flere eurolande er des-

Aktiviteten påvirket af nedlukningsforanstaltninger

Figur 15

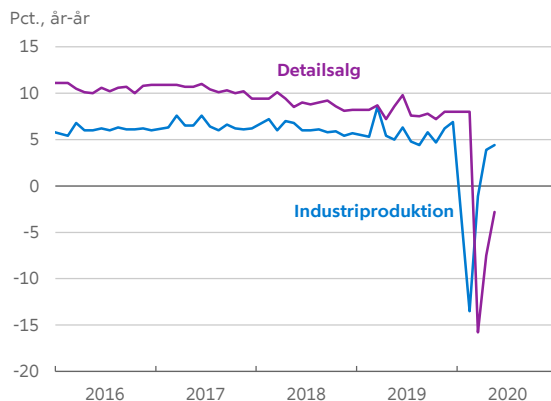


Anm.: Indeks udarbejdet af University of Oxford baseret på overvågning af landespecifikke foranstaltninger for at begrænse smittespredning under udbruddet af coronavirus. Figuren angiver den højeste indekssværdi i marts for hvert land.

Kilde: Macrobond.

Aktiviteten i Kina stiger igen

Figur 16



Kilde: Macrobond.

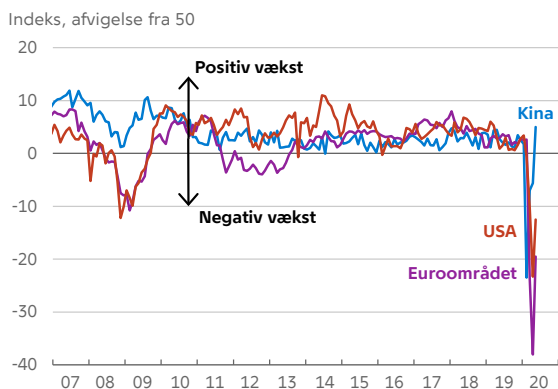
uden begyndt at åbne grænserne. Krav om fysisk afstand gælder dog fortsat. Dermed vil aktiviteten i store dele af servicesektoren forblive på et lavere niveau end normalt i noget tid endnu.

Verdenshandlen hårdt ramt af pandemien

Grænselukninger og nedlukning af fabrikker verden over har gjort det vanskeligt at opretholde de normale værdikæder i industriproduktionen, der i høj grad er globalt forankrede. I kombination med

Erhvervstilliden i servicesektoren peger på negativ vækst i 2. kvartal i euroområdet og USA

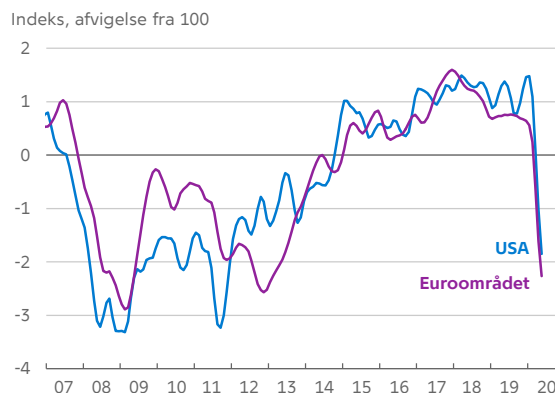
Figur 17



Anm.: Purchasing Managers' Index for servicesektoren. I USA vises data fra Institute for Supply Management (ISM) frem til oktober 2009.
 Kilde: Macrobond.

Stort fald i forbrugertilliden

Figur 18



Anm.: Baseret på OECD's tillidsindikator.
 Kilde: Macrobond.

lavere efterspørgsel har forstyrrelserne i de globale værdikæder haft stor negativ afsmitning på verdenshandlen. I 2020 forventer OECD og IMF således et fald i verdenshandlen på omkring 10-12 pct. Faldet kommer oven på en allerede svag udvikling i 2019, hvor verdenshandlen var negativt påvirket af handelskonflikten mellem USA og Kina.

I takt med genåbningen af økonomierne og grænserne verden over ventes særligt handlen med varer at stige. Handlen med serviceydelser som fx turisme ventes at vende mere gradvist tilbage, bl.a. afhængigt af omfanget af fortsatte sociale restriktioner.

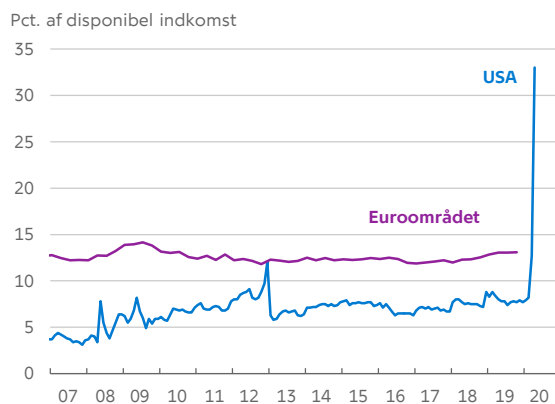
Det private forbrug påvirket af usikkerhed og restriktioner

I euroområdet og USA faldt forbrugertilliden markant, i takt med at smittespredningen og nedlukningsforanstaltningerne tog til, jf. figur 18. Det har medvirket til et fald i det private forbrug, som ellers var den primære drivkraft under opsvinget efter finanskrisen.

Forbruget har dog især været direkte påvirket af, at husholdningerne har været forhindret i at opretholde deres normale forbrug på grund af restriktioner. Det er således særligt forbruget af serviceydelser som restaurantbesøg, underholdning og rejser, der

Højere opsparing kan styrke det private forbrug midlertidigt efter genåbningen

Figur 19



Kilde: Macrobond.

er faldet, mens forbruget af dagligvarer er steget lidt. Nedlukning og adfærdsændringer har generelt skabt en kombination af lavere tillid, lavere forbrug og stigende ledighed, som i høj grad er selvforstærkende.

I USA har det lavere forbrug medført, at opsparingsraten i april steg til 33 pct., hvilket er et rekordhøjt niveau, jf. figur 19. Det skyldes især, at forbruget er faldet, mens den disponible indkomst indtil videre kun er faldet lidt. Den akkumulerede opsparing kan få stor betydning for stimulering af aktiviteten, når

forbrugsmulighederne normaliseres igen. Det er dog usikkert, i hvor høj grad forbrugeradfærden vil være påvirket af pandemien fremover. Risikoen for smitte og generel usikkerhed om fremtiden vil stadig kunne påvirke forbruget i en længere periode efter genåbningen.

Udsigt til lavere investeringer

Investeringerne i euroområdet og USA faldt kun svagt i 1. kvartal på trods af faldet i aktiviteten. Det skyldes formentlig, at investeringsniveauet i 1. kvartal afspejler investeringsprojekter, der var planlagt, før krisen brød ud. Fremadrettet ventes investeringerne dog at falde betydeligt. I både USA og euroområdet er kapacitetsudnyttelsen i virksomhederne faldet markant efter nedlukningen, jf. figur 20, hvilket peger på lavere investeringsaktivitet i den kommende tid. Samtidig er der stadig stor usikkerhed forbundet med udviklingen i pandemien og efterspørgslen. Selv om smittespredningen ser ud til at være kommet under kontrol i mange lande, er der risiko for, at den blusser op og dæmper aktiviteten igen, fx via nye restriktioner. Det skaber stor usikkerhed om fremtidig indtjening for virksomhederne og kan betyde, at investeringer udskydes eller helt annulleres.

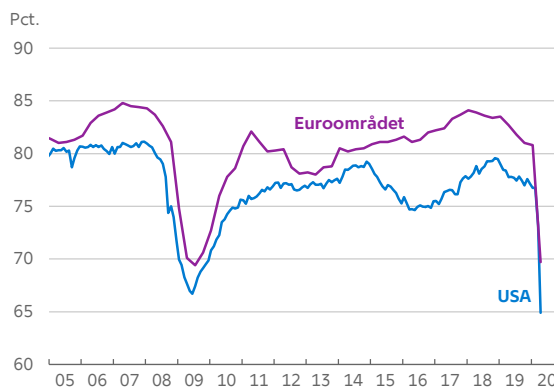
Økonomisk-politiske tiltag har understøttet økonomien under nedlukningen

I begyndelsen af pandemien blev der på tværs af lande gennemført historisk store finans- og pengepolitiske tiltag for at dæmpe likviditetspres og understøtte virksomheder og husholdninger. Hjælpepakkerne fra regeringer og centralbanker har bl.a. inkluderet omfattende statsgarantier og likviditetstiltag. Derudover har de finanspolitiske hjælpepakker indeholdt betydelige direkte finanspolitiske tiltag, som har overgået størrelsen på tiltag vedtaget i årene under finanskrisen, jf. figur 21. De finanspolitiske tiltag har bl.a. omfattet likviditetsunderstøttelse til hårdtrante virksomheder og lønkompensationsordninger med henblik på at undgå en stor stigning i ledigheden.

Det store træk på de offentlige finanser betyder, at de offentlige underskud og gældskvoter vil stige markant i 2020. Europa-Kommissionen forventer, at det samlede offentlige underskud i euroområdet vil stige fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 8,5 pct. af BNP i 2020. Det afspejler både effekten af automatiske stabilisatorer og betydelige diskretionære tiltag for at afbøde de økonomiske konsekvenser af nedlukningen. I de fleste eurolande ventes den offentlige

Fald i kapacitetsudnyttelsen peger på lavere investeringsaktivitet

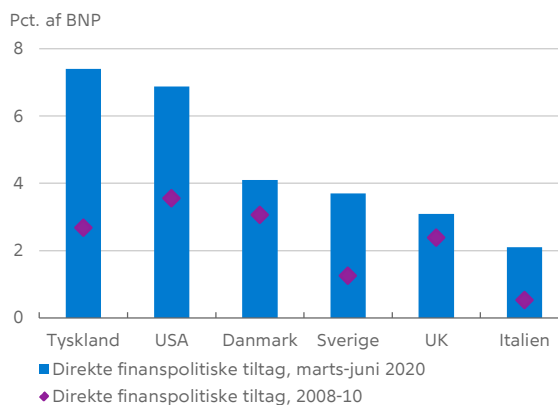
Figur 20



Kilde: Macrobond.

Der er gennemført historisk store finanspolitiske hjælpepakker

Figur 21



Anm.: Tiltag er ekskl. garanti- og likviditetstiltag. Nogle af de annoncerede tiltag indebærer finanspolitiske lempelser, der strækker sig ud over 2020. De direkte finanspolitiske tiltag i 2008-10 er baseret på ændringer i strukturel saldo.

Kilde: IMF, OECD, nationale finansministerier og egne beregninger.

bruttogæld som andel af BNP at stige ca. 15-20 procentpoint i løbet af 2020.

Hjælpepakkerne må forventes at blive udfaset i takt med genåbningen af økonomierne. I mange lande vil der dog formentlig stadig være behov for at understøtte aktiviteten igennem finanspolitiske stimuli.

For vækstøkonomierne har det generelt været vanskeligt at stimulere den økonomiske aktivitet via finanspolitikken. Det skyldes, at mange af landene

bl.a. har svage automatiske stabilisatorer, mindre udviklede sociale sikkerhedsnet og et begrænset finanspolitisk råderum som følge af høj offentlig gæld.

Nedlukning af økonomien har ført til brat tilbagegang på arbejdsmarkedene

De seneste års fremgang på arbejdsmarkedene er på tværs af lande blevet afbrudt af et brat fald i beskæftigelsen og øget ledighed som følge af nedlukningen af økonomierne. Der er dog store forskelle på, i hvor høj grad nedlukningen har ført til stigende ledighed. Det skyldes bl.a. landespecifikke lønkompen-sationsordninger og arbejdsmarkedsstrukturer. For eksempel har tyske virksomheder benyttet sig af muligheden for at flytte ansatte over på en ordning med korttidsarbejde frem for at afskedige dem.⁸ Det betyder, at godt 10 mio. personer eller ca. 23 pct. af arbejdsstyrken ved udgangen af april arbejdede på nedsat tid i stedet for at være ledige, jf. figur 22.

Brugen af lønkompen-sationsordninger vil generelt medvirke til at dæmpe stigningen i ledigheden i euro-området. I april steg ledigheden således kun til 7,3 pct. fra 7,1 pct. i marts. Beskæftigelsesforventningerne målt ved PMI-indekset peger dog på, at situationen på arbejdsmarkedet vil forværres yderligere i 2. kvartal, jf. figur 23.

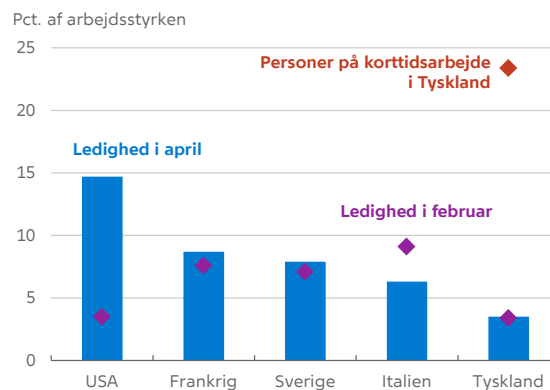
Især det amerikanske arbejdsmarked er hårdt ramt af udbruddet af coronavirus. I april faldt beskæftigelsen med 20,5 mio. personer, jf. figur 24. Dermed blev hele beskæftigelsesfremgangen siden finanskrisen tabt på blot én måned. Særligt dele af servicesektoren har været hårdt ramt af tilbagegangen på arbejdsmarkedet.

Faldet i beskæftigelsen betød, at den amerikanske ledighed steg med over 10 procentpoint til 14,7 pct., hvilket er det højeste niveau siden 1948. Bureau of Labor Statistics har derudover vurderet, at indrap-porteringsfejl betyder, at ledigheden i april kan have været knap 5 procentpoint højere.

Tilbagegangen på det amerikanske arbejdsmarked så dog ud til at vende i maj, hvor beskæftigelsen

Lønkompen-sationsordninger påvirker omfanget af ledighed

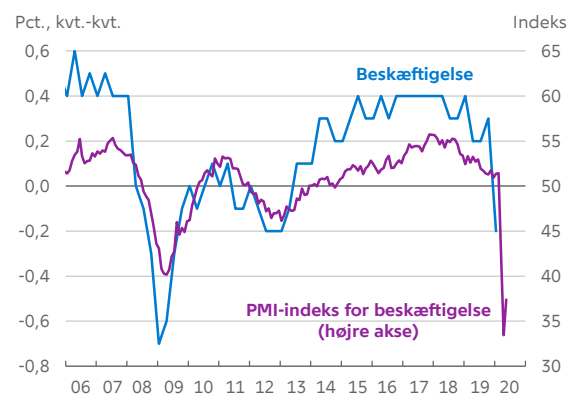
Figur 22



Anm.: Den røde prik viser opgørelsen af personer på korttidsarbejde i Tyskland til og med april.
Kilde: Macrobond, Eurostat, Bundesbank og OECD.

Udsigt til faldende beskæftigelse i euroområdet

Figur 23



Kilde: Macrobond.

8 Den tyske ordning med korttidsansættelse giver ret til en kompenserende ydelse til ansatte, hvis arbejdstid er nedsat på grund af midlertidig mangel på arbejde. Formålet er at undgå afskedigelser, og omfanget af ordningen kan således være et varsel om den aktuelle situation på arbejdsmarkedet.

steg med 2,5 mio. personer, og ledigheden aftog til 13,3 pct. Næsten 73 pct. af de ledige er midlertidigt afskediget, dvs. de ventes som udgangspunkt at vende tilbage til deres gamle job, når økonomien genåbner. Det er ekstraordinært højt og kan bidrage til en hurtig genopretning af arbejdsmarkedet, når økonomien normaliseres.

På kort sigt er der dog udsigt til fortsat svaghed på det amerikanske arbejdsmarked. Det understøttes bl.a. af, at antallet af nytilmeldte ledige stadig lå på et meget højt niveau i maj. Siden midten af marts har i alt 44,2 mio. personer registreret sig som nye ledige i USA.

Lavere efterspørgsel og energipriser efter udbrud af coronavirus dæmper inflationen

Udbruddet af coronavirus har generelt skabt et nedadrettet pres på inflationen som følge af lavere efterspørgsel og et markant fald i olieprisen. Samtidig kan udbudsbegrænsninger dog føre til prisstigninger på nogle varer og tjenester, fx på grund af forstyrrelser af værdikæder, manglende udenlandsk arbejdskraft og lavere kapacitetsudnyttelse afledt af krav om fysisk afstand. På kort sigt er der også en risiko for, at virusudbruddet giver anledning til målefejl af den faktiske inflation, da nedlukninger i flere lande vanskeliggør dataindsamling og medfører store forskydninger i forbrugsmønstre.

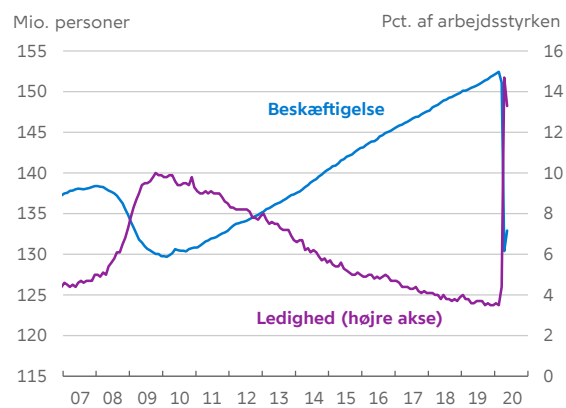
I euroområdet faldt inflationen, målt ved stigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, til 0,1 pct. i maj, jf. figur 25. Inflationen blev især trukket ned af den lavere oliepris, mens fødevarerpriserne omvendt steg. Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen rensset for energi, fødevarer, alkohol og tobak, lå i maj på 0,9 pct.

Ifølge Eurostat har foranstaltningerne til at inddæmme coronavirus påvirket indsamlingen af priser. I april og maj var over 20 pct. af priserne i HICP-indekset for euroområdet baseret på skøn i stedet for faktiske data, dvs. imputeret. Det er markant højere end normalt og giver øget usikkerhed om den aktuelle prisudvikling.

Den Europæiske Centralbank, ECB, venter i sin prognose fra juni, at inflationen vil falde til 0,3 pct. i 2020 og derefter stige gradvist til 1,3 pct. i 2022. Det er dog lavere end ventet før virusudbruddet og afspejler bl.a., at tilbagegangen på arbejdsmarkedet vil dæmpe lønstigningerne. Udsigten til øget inflation frem mod 2022 understøttes bl.a. af, at bidraget

Beskæftigelsen i USA faldt markant i april

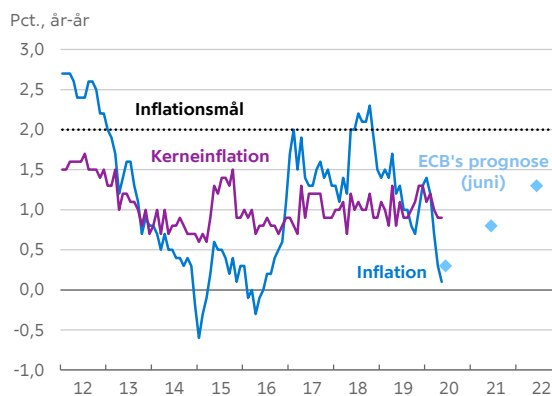
Figur 24



Kilde: Macrobond.

Lavere energipriser trækker inflationen ned i euroområdet

Figur 25



Kilde: Macrobond og ECB.

fra lavere energipriser falder bort. Inflationen vil dog fortsat ligge noget under ECB's mål om en inflation under, men tæt på 2 pct. Kerneinflationen ventes at ligge på knap 1 pct. frem mod 2022.

Udbruddet af coronavirus har ført til lavere inflationsforventninger i euroområdet. De markedsbaserede inflationsforventninger nåede i slutningen af marts et nyt historisk lavpunkt på 0,7 pct., jf. figur 26. De spørgeskemabaserede inflationsforventninger var derimod uændrede på knap 1,7 pct. i 2. kvartal 2020. Der har traditionelt været en tæt sammenhæng mellem olieprisen og de markedsbaserede inflationsfor-

De langsigtede inflationsforventninger i euroområdet er rekordlave Figur 26



Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger er baseret på en 5 år-5 år inflationsswap, mens de spørgeskemabaserede inflationsforventninger er fra ECB's *Survey of Professional Forecasters*.
Kilde: Macrobond og Bloomberg.

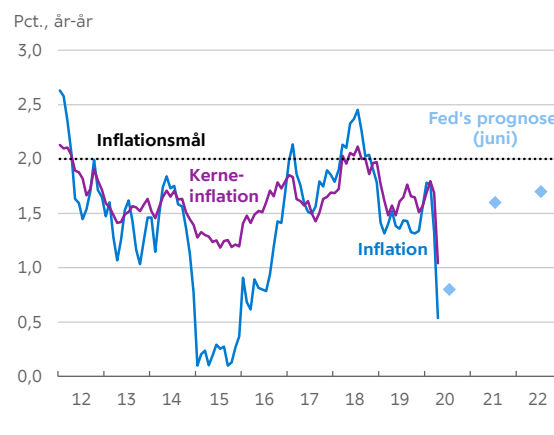
ventninger. Det betydelige fald i olieprisen i løbet af 2020 kan derfor have bidraget til, at de markedsbaserede inflationsforventninger er aftaget mere end de spørgeskemabaserede.

I USA faldt den årlige stigning i forbrugerpriserne målt ved stigningstakten i privatforbrugsdeflatoren, PCE, til 0,5 pct. i april, jf. figur 27. Det var især drevet af lavere energipriser. Kerneinflationen, dvs. inflationen eksklusive energi og fødevarer, er aftaget en smule i løbet af de seneste måneder og peger på et moderat prispres. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, forventer i sin prognose fra juni, at inflationen vil være 0,8 pct. i 2020 og derefter stige til 1,7 pct. frem mod 2022. Inflationen er blevet dæmpet af bl.a. den høje ledighed på arbejdsmarkedet, der reducerer lønpresset.

Globale vækstudsigter præget af ekstremt stor usikkerhed

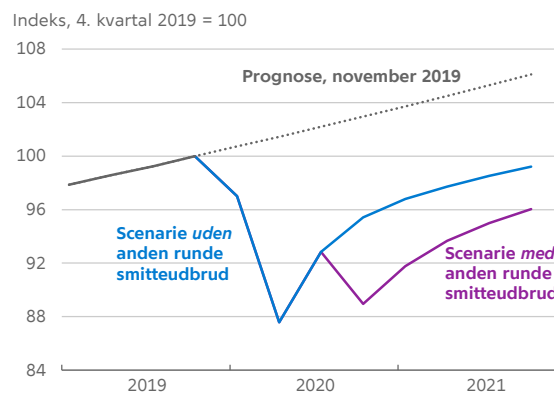
De internationale organisationers prognoser tegner et dystert billede af den økonomiske udvikling. Væksten i 2020 er løbende blevet nedjusteret, i takt med at pandemien og nedlukningsforanstaltningerne har fået mere og mere vidtrækkende konsekvenser for aktiviteten. Der er stadig ekstremt stor usikkerhed knyttet til pandemiens omfang og varighed, og prognoserne tager derfor

Udsigt til lav inflation i USA Figur 27



Kilde: Macrobond.

Udsigt til dyb recession efterfulgt af gradvis genopretning Figur 28



Anm.: OECD's prognose for udviklingen i globalt BNP (faste priser). Den blå og lilla kurve angiver de to forskellige scenarier i OECD's prognose fra juni 2020.
Kilde: OECD, *Economic Outlook June 2020*.

udgangspunkt i forskellige scenarier for, hvordan pandemien udvikler sig i den kommende tid.

Global økonomi ventes at være i dyb recession i 2020, jf. figur 28. Situationen er usædvanlig, fordi tilbageslaget har ramt alle lande. Den globale vækst bliver således ikke understøttet af høj aktivitet i andre lande og regioner, som det fx var tilfældet under finanskrisen, hvor særligt de avancerede økonomier blev ramt. Der er dog udsigt til en gradvis genopretning i 2021, betinget af at pandemien er under kontrol.

Selv om væksten tiltager i 2021, forventes det at tage flere år, før niveauet for globalt BNP når tilbage til niveauet forventet i prognoserne før udbruddet af pandemien. Det skal især ses i lyset af recessionens dybde. Derudover vil genopretningen bl.a. være påvirket af, at en stor del af servicesektoren ventes at operere under fuld kapacitet i en længere periode efter genåbningen, ligesom det vil tage tid at nå tilbage til beskæftigelsesniveauerne før krisen.

Der er betydelige nedadrettede risici knyttet til vækstudsigterne for den globale økonomi. Som omtalt tidligere drejer det sig især om risikoen for en ny bølge af smittespredning og nye sårbarheder i økonomierne bl.a. som følge af store stigninger i gælds niveauerne. Særligt i vækstøkonomierne kan begrænset mulighed for udenlandsk gældsfinansiering og svagere vækstudsigter presse lande med høj offentlig gæld og skabe behov for gældsrestruktureringer.

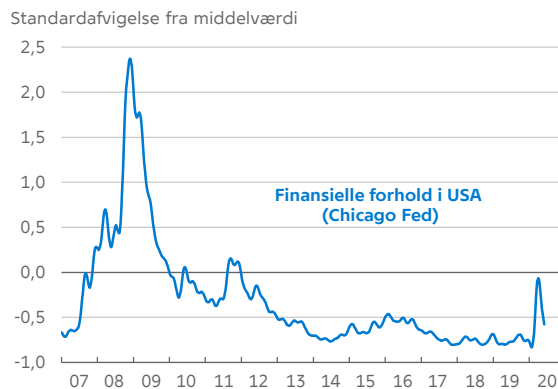
Derudover kan erfaringerne med en global pandemi påvirke globaliseringen og føre til strukturelle ændringer i globale værdikæder og forbrugsmønstre. Pandemien har bl.a. tydeliggjort risici knyttet til virksomheders brug af globale forsyningskæder. Det kan betyde, at nogle virksomheder i højere grad vil være selvforsynende og/eller benytte sig af nationale eller generelt mere sikre forsyningskæder. Det kan også omfatte fundamentale ændringer i handel og internationalt politisk samarbejde. Frygten for ny smittespredning kan fx ændre synet på globalisering og føre til øget protektionisme. En tilbagerulning af globaliseringen kan få betydelige negative konsekvenser for den globale økonomiske vækst, afhængigt af hvor hårdt markedøkonomien bliver ramt.

De nye nedadrettede risici kommer oven i de risici, der også knyttede sig til vækstudsigterne før udbruddet af coronavirus. De omfatter bl.a., at den fremtidige handelsrelation mellem EU og Storbritannien efter brexit endnu ikke er afklaret. Derudover er handelskonflikten mellem USA og Kina endnu ikke afsluttet og kan eskalere på ny som følge af pandemien.

Der er imidlertid også faktorer, der taler for en hurtigere end ventet økonomisk genopretning. Først og fremmest vil en effektiv vaccine potentielt kunne sætte en stopper for yderligere smittespredning og derigennem skabe betingelserne for en hurtigere genopretning i aktiviteten. For det andet kan gen-

Stabilisering af finansielle forhold efter stramning i marts

Figur 29



Anm.: Federal Reserve Bank of Chicago's Financial Conditions Index.

Kilde: Macrobond.

opretningen denne gang ske hurtigere, fordi tilbageslaget ikke er kommet på baggrund af væsentlige ubalancer i økonomien, der først skal korrigeres.

Coronavirus gav midlertidigt finansiell uro i marts

Indtil medio februar var volatiliteten på de finansielle markeder begrænset – de europæiske og amerikanske aktieindeks nåede endda rekordhøje niveauer i begyndelsen af året. I takt med at spredning af coronavirus steg, og de globale vækstudsigter forværredes, vendte stemningen imidlertid på de finansielle markeder. Investorerne søgte tilflugt i de likvide aktiver, der betragtes som sikker havn under finansiell uro. Det resulterede bl.a. i drastiske fald på de globale aktiemarkeder og kapitaludstrømning fra vækstøkonomierne. De finansielle forhold blev derfor midlertidigt strammet i marts, men er siden stabiliseret efter annonceringen af en række omfattende pengepolitiske tiltag i bl.a. USA, jf. figur 29.

Omfattende pengepolitiske tiltag globalt

For at modgå de økonomiske konsekvenser af coronavirusen har centralbanker i hele verden i løbet af meget kort tid gennemført omfattende pengepolitiske tiltag. I mange lande overgår tiltagene i størrelsesorden dem, der blev gennemført under finanskrisen.

Flere centralbanker har nedsat renterne til meget lave niveauer. I stort set alle avancerede økonomier er de pengepolitiske renter nu tæt på nul. Mange

centralbanker har også introduceret ekstraordinære tiltag for at sikre stabiliteten på de finansielle markeder og for at understøtte transmissionen af de pengepolitiske renter til markeds- og detailrenterne. Tiltagene omfatter bl.a. tilførsel af likviditet til markederne og opkøb af stats- og virksomhedsobligationer, jf. tabel 2.

Under coronakrisen har ECB's Styrelsesråd valgt at fastholde den pengepolitiske indlånsrente på -0,5 pct. Markedsdeltagerne forventer, at den vil blive på det nuværende niveau i de næste par år, jf. figur 30.

I stedet har ECB øget sit opkøb af værdipapirer markant. ECB har både øget rammen for det eksisterende opkøbsprogram, APP, og introduceret et nyt Pandemic Emergency Purchasing Programme, PEPP. I alt har ECB øget rammen for opkøb af værdipapirer med 1.470 mia. euro, svarende til ca. 13 pct. af euroområdet BNP, som primært vil omfatte opkøb af eurolandenes statsobligationer, jf. boks 1.

I marts og april annoncerede ECB endvidere en række tiltag for at sikre likviditet til den finansielle sektor. ECB har bl.a. understøttet bankernes adgang til likviditet gennem flere og billigere

langfristede markedsoperationer, de såkaldte Longer-Term Refinancing Operations, LTRO. Samtidig er der indgået aftaler med en række centralbanker om euroswaplins, således at finansielle institutioner uden for euroområdet får bedre adgang til eurolikviditet. Derudover har ECB lempet kravene til de pengepolitiske modparters sikkerhedsstillelse og lanceret en ny type langfristede markedsoperationer, de såkaldte Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO, som også skal sikre likviditet til bankerne. Der vil blive afholdt syv tildelinger fra maj til december 2020 med udløb mellem juli og september 2021. Forskellen mellem PELTRO'er og de eksisterende LTRO'er er bl.a., at renten er lavere på lån igennem PELTRO'er.

I USA nedsatte Federal Reserve, Fed, den pengepolitiske rente ad to omgange i marts. Først med 50 basispoint og derefter med 100 basispoint til intervallet 0,00-0,25 pct., jf. figur 30. Det er de største rentenedsættelser fra Fed siden finanskrisen i 2008. Markedsdeltagerne havde forinden forventet en rentenedsættelse, men begge gange overraskede Fed og satte renten længere ned end ventet. Nu forventer markedsdeltagerne, at renten holdes i ro frem til udgangen af 2022.

Omfattende pengepolitiske tiltag i flere lande

Tabel 2

		Federal Reserve	ECB	Sveriges Riksbank	Norges Bank
Rentenedsættelse	Ændring: Niveau:	Ja 150 bp ↓ 0,00-0,25 pct.	Nej - -0,50 pct.	Nej - 0,00 pct.	Ja 150 bp ↓ 0,00 pct.
Nye opkøbsprogrammer		Ubegrænset	1.470 mia. euro (13 pct. af BNP)	300 mia. SEK (6 pct. af BNP)	Nej
- Køb af obligationer udstedt af offentlig sektor		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af obligationer baseret på fast ejendom		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af commercial papers		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af virksomhedsobligationer		Ja	Ja	Ja	Nej
Ekstraordinære låne- og likviditetstiltag		Ja	Ja	Ja	Ja
Program for virksomhedslån via banker		Ja	Ja	Ja	Nej
Ændring i sikkerhedsstillelse		Nej	Ja	Ja	Ja
Lån i dollar via swapaftale med Fed		-	Ja	Ja	Ja

Kilde: Federal Reserve, ECB, Sveriges Riksbank og Norges Bank.

ECB har øget sit opkøb af statsobligationer

Boks 1

ECB meddelte på sit rentemøde 12. marts, at nettoopkøbet af obligationer i opkøbsprogrammet APP vil blive øget med 120 mia. euro i resten af året. Forinden købte ECB obligationer for ca. 20 mia. euro om måneden. Opkøbene skal bl.a. bidrage til at øge gennemslaget fra de lave pengepolitiske renter til de øvrige renter.

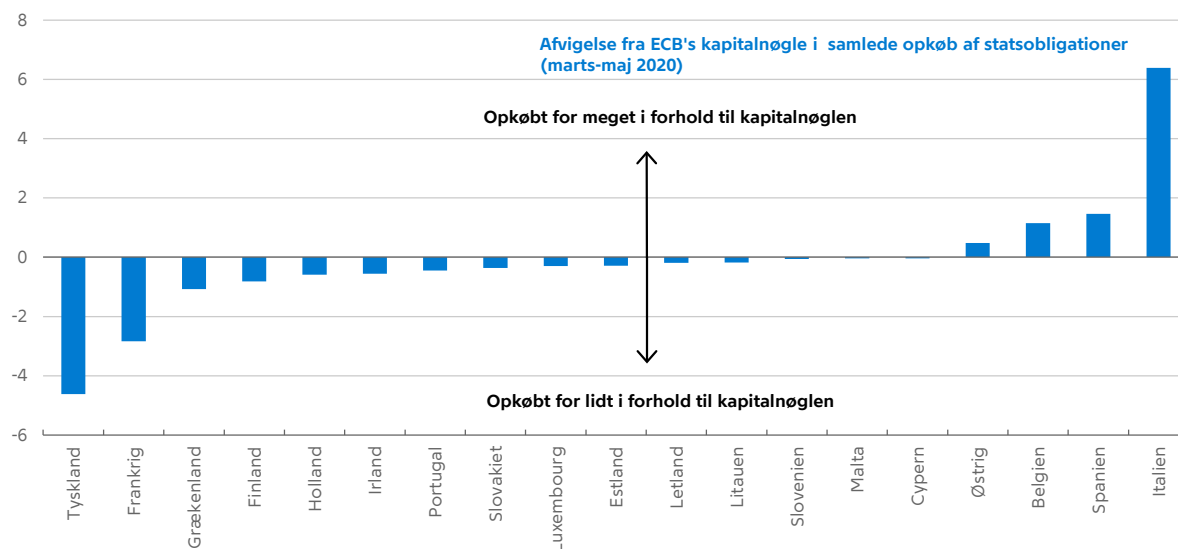
Den 18. marts annoncerede ECB et nyt, omfattende opkøbsprogram for at modgå de risici, som coronakrisen medfører. Det såkaldte Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP, gav i første omgang mulighed for at købe obligationer udstedt af den private og offentlige sektor for op til 750 mia. euro. På rentemødet 4. juni besluttede ECB's Styrelsesråd at øge opkøbene i PEPP med yderligere 600 mia. euro, så rammen for det samlede nettoopkøb i PEPP nu er 1.350 mia. euro, svarende til ca. 12 pct. af BNP i euroområdet. Tidshorizonten for programmet blev samtidig udvidet, så PEPP-programmet fortsætter mindst indtil udgangen af juni 2021. Opkøbene i PEPP-programmet omfatter de samme aktiver som i det eksisterende Asset Purchase Programme, APP, det vil sige bl.a. stats- og virksomhedsobligationer. ECB har vurderet, at det ekstra behov for gældsudstedelse i euroområdet vil udgøre 1.000-1.500 mia. euro i 2020 på grund af recession og diskretionære finanspolitiske tiltag. Det betyder, at ECB's samlede opkøb omtrent svarer til den forventede stigning i den offentlige gæld i euroområdet i 2020.

ECB's opkøb af statsobligationer på tværs af eurolandene følger som udgangspunkt ECB's kapitalnøgle. Ved annonceringen af PEPP-programmet i marts meddelte ECB imidlertid, at opkøbet af statsobligationer vil blive gennemført med større fleksibilitet bl.a. i forhold til fordelingen af opkøb på tværs af lande. Desuden meddelte ECB, at der nu også vil blive opkøbt gæld udstedt af Grækenland, hvilket ikke har været muligt under de eksisterende opkøbsprogrammer. Siden marts har ECB samlet set købt flere italienske statsobligationer, end kapitalnøglen tilsiger, og omvendt købt færre tyske statsobligationer, jf. figuren. Det er ikke usædvanligt, at fordelingen af ECB's opkøb af statsobligationer afviger fra kapitalnøglen i enkelte måneder. Afvigelse i Italien og Tyskland har dog været særligt store, efter at ECB øgede det samlede nettoopkøb i marts.

ECB's opkøb af eurolandenes statsgæld har tidligere været genstand for stor diskussion. Efter annonceringen af PEPP er der igen kommet stort fokus på opkøbet. Det blev forstærket af, at den tyske forfatningsdomstol afsagde en kendelse i begyndelsen af maj, som såede tvivl om ECB's opkøb af statsobligationer under APP. Kendelsen kom, på trods af at Den Europæiske Unions Domstol (ECJ) i 2018 afgjorde, at ECB's opkøb af statsobligationer under APP ligger inden for rammerne af ECB's pengepolitiske mandat. Afgørelsen fra den tyske domstol havde dog umiddelbart ingen effekt på de finansielle markeder.

Øget fleksibilitet i ECB's opkøb af statsgæld har medført afvigelser fra kapitalnøglen

Afvigelse, pct. af samlede nettoopkøb



Anm.: Afvigelser fra ECB's kapitalnøgle i procent af det samlede nettoopkøb fra marts til maj, ekskl. opkøb af obligationer udstedt af overnationale institutioner.

Kilde: ECB og egne beregninger.

Samtidigt med den anden rentenedsættelse medio marts annoncerede Fed også opkøb af stats- og realkreditobligationer for mindst 700 mia. dollar, svarende til 3,3 pct. af det amerikanske BNP. Det blev senere til et tilsagn om, at Fed vil købe så meget, som der er behov for, uden angivelse af udløbsdato og beløbsgrænse.

Fed udvidede i marts også lånemulighederne for de pengepolitiske modparter, ligesom de indgik aftaler med en lang række centralbanker, herunder Danmarks Nationalbank, om dollarswaplines. Swap-aftalerne havde til formål at modgå det øgede pres i markederne for at skaffe aktiver med kort løbetid i dollar.

Den svenske centralbank, Sveriges Riksbank, fastholdt i marts den ledende pengepolitiske rente på 0,0 pct., men annoncerede en række tiltag til at understøtte de finansielle markeder, herunder en ny lånefacilitet og øgede opkøb af obligationer. I Norge nedsatte Norges Bank den pengepolitiske rente ad tre omgange i perioden marts til maj til 0,0 pct.⁹ Norges Bank har endvidere ekstraordinært støtteopkøbt norske kroner for 3,5 mia. i valutamarkedet i marts og april, efter at den norske krone blev svækket.

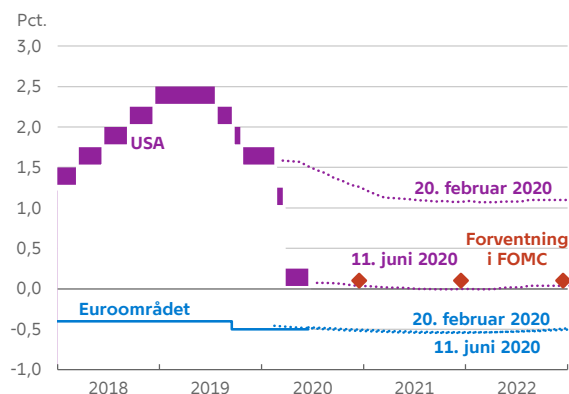
I vækstøkonomierne fik flere centralbanker et lille rum til at kunne nedsætte renterne og dermed stimulere økonomierne i kølvandet på de pengepolitiske lempelser i USA og det aftagende inflationspres. Usikkerheden på de finansielle markeder og risikoaversionen medførte dog store kapitaludstrømninger, hvilket bidrog til en svækkelse af mange af landenes valutakurser, fx brasilianske real.

Stor volatilitet på aktiemarkedene

Aktiemarkedene startede året med store stigninger og nåede medio februar nye rekordhøje niveauer. I anden halvdel af februar skiftede stemningen hos investorerne imidlertid markant, efterhånden som det blev tydeligt, at coronavirusen spredte sig globalt og påvirkede den globale økonomi. Investorerne solgte de mest risikable aktiver som fx aktier, og det ledte til de største fald på markederne siden

Markederne forventer lave renter i en lang periode fremover

Figur 30



Anm.: For USA er vist intervallet for federal funds target rate, og for euroområdet er vist ECB's indlånsrente. De punkterede linjer angiver markedsforventninger baseret på futures- og forwardpriser.

Kilde: Federal Reserve, Macrobond, Bloomberg og Scanrate RIO.

finanskrisen. De toneangivende aktieindeks i USA og euroområdet faldt henholdsvis 34 pct. og 38 pct. mellem 20. februar og hen over midten af marts.

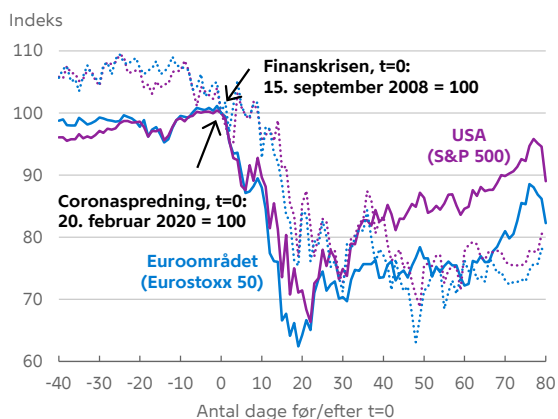
De amerikanske og europæiske aktier har vundet noget af det tabte tilbage i løbet af april og begyndelsen af maj. Det skal bl.a. ses i lyset af de mange og omfattende økonomiske tiltag til at understøtte økonomien samt udsigten til genåbning. Det amerikanske indeks har genvundet mere, hvilket bl.a. skyldes forskelle i sektorsammensætningen i de to indeks. For eksempel har det europæiske indeks en større vægt af industrivirksomheder, som er hårdt ramt, mens det amerikanske indeks har relativt flere teknologi- og softwarevirksomheder.

Volatile statsrenter og udvidede spænd

Uroen på de finansielle markeder medførte øget efterspørgsel efter aktiver med lavere risiko som fx tyske statsobligationer. I begyndelsen af marts nåede den 10-årige tyske statsobligationsrente det laveste niveau nogensinde på -0,85 pct., jf. figur 32.

⁹ Norges Bank har ikke gennemført kvantitative lempelser med den begrundelse, at det højst sandsynligt ikke vil have de ønskede effekter, da det norske obligationsmarked er beskedent i størrelse, og mange af de norske obligationer ejes af udlandet.

Aktiemarkederne er steget igen efter dramatiske fald i februar og marts Figur 31



Anm.: De fuldt optrukne kurver viser udviklingen i aktieindeksene før og efter coronavirus-spredningen med udgangspunkt i udviklingen siden 20. februar 2020. De punkterede kurver viser udviklingen i aktieindeksene før og efter udbruddet af finanskrisen med udgangspunkt i udviklingen siden 15. september 2008.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

I den sidste del af marts steg statsobligationsrenterne igen. Markedsuroen har medført, at spændene mellem de europæiske statsobligationsrenter er blevet udvidet. Det skyldes bl.a., at de omfattende finanspolitiske tiltag fik bekymringer om gældsholdbarhed til at blusse op. Det er især de græske, italienske og spanske renter, der er steget. Spændene blev indsnævret lidt med ECB's annoncering af PEPP men er stadig højere end før, pandemien for alvor ramte Europa.

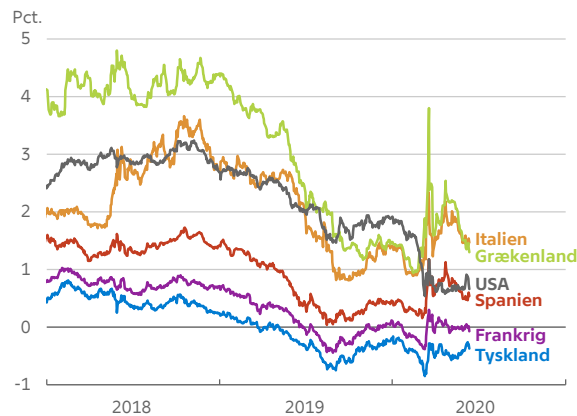
Laveste oliepris i 20 år

Udbruddet af coronavirussen har medført, at olieprisen faldt fra knap 70 dollar pr. tønde i begyndelsen af året til knap 20 dollar pr. tønde 21. april. Faldet blev drevet af både et kraftigt fald i efterspørgslen på grund af den lave økonomiske aktivitet og et fortsat højt udbud af olie. Efterfølgende er prisen steget til knap 40 dollar pr. tønde i juni, bl.a. understøttet af en reduceret global olieproduktion. I USA blev prisen på amerikansk olie kortvarigt negativ i april på grund af kraftig tilbagegang i efterspørgslen og begrænset lagerkapacitet.

Reservevalutaerne blev styrket

I slutningen af februar og begyndelsen af marts medførte den høje risikoaversion på de finansielle marke-

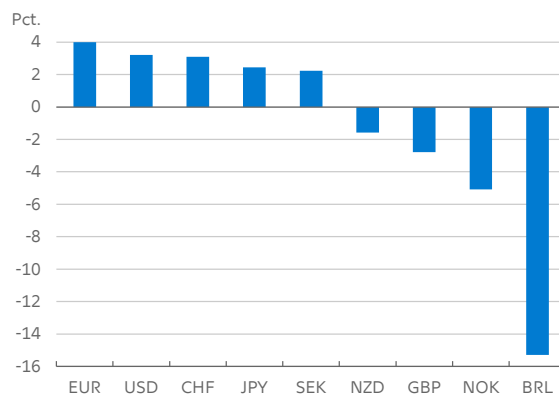
Store udsving i statsobligationsrenterne Figur 32



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter.

Kilde: Macrobond.

Reservevalutaer blev styrket Figur 33



Anm.: Ændring i nominelle effektive valutakurser fra 2. januar til 10. juni 2020. EUR: euro; USD: amerikanske dollar; CHF: schweiziske franc; SEK: svenske kroner; NZD: newzealandske dollar; GBP: britiske pund; NOK: norske kroner; BRL: brasilianske real.

Kilde: Macrobond.

der en stor efterspørgsel efter reservevalutaer som dollar, euro og yen. Det har bidraget til en styrkelse af bl.a. dollaren siden årsskiftet, jf. figur 33. Omvendt er valutakursen blevet svækket for mange råvareeksporterende lande med fleksible valutakurser.

Bilag: Antagelser og revisioner i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makroøkonomiske model MONA og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 1. kvartal 2020. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. juni 2020. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive -8,6 pct. i 2020, 6,0 pct. i 2021 og 6,0 i 2022. Det afspejler de seneste prognoser fra OECD, IMF og Europa-Kommissionen.

Lønstigningerne i udlandet forudsættes at være moderate i de kommende år, og der forudsættes også beherskede udenlandske prisstigninger.

Renter, valuta og oliepris

Udviklingen i de korte og lange renter i prognosen er baseret på de forventninger til den fremtidige udvikling, der kan udledes af rentekurven på de finansielle markeder. 3-måneders-pengemarkedsrenten målt ved Cita-swaprenten ventes gennem hele prognoseperioden at være negativ og forblive omtrent uændret fra det nuværende niveau på -0,5 pct.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel 1

	2019	2020	2021	2022
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	1,8	-8,6	6,0	6,0
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	0,7	1,8	1,8	1,5
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,4	2,0	2,1	2,5
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,6	-0,4	-0,5	-0,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,5	0,4	0,4	0,5
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,0	103,5	103,9	103,9
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,7	6,7	6,6	6,6
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	64,4	39,6	42,9	45,5
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,5	1,8	0,1	1,0
Offentlige investeringer, pct. år-år	4,0	0,5	0,9	0,9
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	829	833	834	838

¹ Sammenvejlet importpris for de lande, Danmark eksporterer til. I prognosen forudsættes de samme vækstrater for de sammenvejede eksportpriser for de lande, Danmark importerer fra.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at falde til 0,4 pct. i 2020 og herefter stige svagt gennem prognoseperioden til knap 0,5 pct. ved udgangen af 2022.

I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

I begyndelsen af juni 2020 lå olieprisen omkring 35 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, som stiger gradvist til omkring 45 dollar pr. tønde ved udgangen af 2022.

Finanspolitiske forudsætninger

I fremskrivningen tages der udgangspunkt i de foreløbige opgørelser fra nationalregnskabet af forbrug og investeringer i den offentlige sektor samt den tilrettelagte finanspolitik i *Økonomisk Redegørelse, maj 2020* og *Opdateret 2025-forløb, oktober 2019*. Dertil er der indarbejdet *Grøn Boligaftale, Aftale om kompensation til boligejerne og fortsat tryk på boligbeskatning* samt de væsentligste delaftaler fra *Aftale om udfasning af hjælpepakker, stimuli-initiativer og eksportinitiativer*.

Det reale offentlige forbrug antages at stige 1,8 pct. i år, 0,1 pct. i 2021 og 1,0 pct. i 2022. De offentlige investeringer antages at stige 0,5 pct. i 2020, 0,9 pct. i 2021 og 0,9 pct. i 2022, jf. tabel 1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er nedjusteret med 5,6 procentpoint i år i forhold til prognosen fra september 2019, men opjusteret med 2,7 procentpoint i 2021. Eksportmarkedsvæksten trækker ned i skønnet for 2020 og 2021, men trækker op igen i 2022, jf. tabel 2. En stor del af faldet i væksten skyldes andre faktorer, der bl.a. afspejler nedlukningen af en række brancher i 2020.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er svagere gennem hele prognoseperioden sammenlignet med seneste prognose fra september 2019. Det afspejler bl.a. et stort fald i olieprisen i 2020.

Ændringer i prognosen

Tabel 2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Prognose fra marts 2019	1,5	1,5	1,6	1,0	1,5	1,6
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-2,9	-0,5	0,9	0,0	-0,4	-0,7
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	-0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1
Oliepriser	0,0	0,1	0,0	-0,6	-0,1	0,0
Andre faktorer	-2,7	3,4	-0,9	-0,1	-0,1	0,4
Denne prognose	-4,1	4,2	1,6	0,2	0,9	1,2

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke summer.

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. 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
15. juni 2020



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION