

DANMARKS NATIONALBANK

23. SEPTEMBER 2020 — NR. 18

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — SEPTEMBER 2020

Udsigt til moderat lavkonjunktur det næste års tid



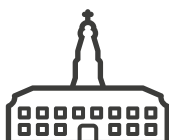
Væsentlige dele af dansk økonomi kom hurtigt i gang

Efter genåbningen er den økonomiske aktivitet vendt tilbage i store dele af dansk økonomi. Nedlukningen medførte dog store økonomiske tab, og dansk BNP ventes samlet set at falde med 3,6 pct. i år. Økonomien befinder sig nu i en moderat lavkonjunktur.



Den videre fremgang bliver træg

I udlandet er krisen mange steder dyb, og en fuld genopretning af aktiviteten vil derfor tage lang tid. Det lægger en dæmper på danske eksportmuligheder. Samtidig vil nogle indenlandske brancher være påvirket af restriktioner i en periode. For dem vil fremgangen ske mere gradvist.



Støtte bør ikke gøres permanent

De forskellige støtteordninger er gode i den nuværende situation. De bør dog udfases, i takt med at restriktioner ophæves, da de hæmmer erhvervsdynamikken og mobiliteten på arbejdsmarkedet. Den fremlagte finanspolitik er godt afstemt med den nuværende økonomiske situation.

INDHOLD

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

Kort fortalt

GLOBAL ØKONOMI

Hen over sommeren har der været en betydelig genopretning af aktiviteten i den internationale økonomi efter et historisk kraftigt tilbageslag i foråret. Internationale organisationer forudser dog, at den resterende genopretning bliver langsom. Det lægger en dæmper på udviklingen i dansk eksport i den kommende tid.

DANSK AKTIVITET

Siden midten af april er samfundet gradvist genåbnet, og husholdningernes forbrug er samlet set tilbage på niveauet før nedlukningen. Pandemien har ikke umiddelbart ført til væsentlige, varige adfærdsændringer, men den hæmmer fortsat dele af økonomien. Samlet set er økonomien nu i en moderat lavkonjunktur.

ARBEJDSMARKED

Situationen på arbejdsmarkedet er forbedret hen over sommeren. Lønkompositionsordningen er udfaset, uden at ledigheden er steget yderligere. Ledigheden er dog fortsat høj, og restriktionerne i nogle brancher kan betyde, at mange må finde arbejde i andre brancher, end de kom fra.

BOLIGMARKED

På boligmarkedet er omsætningen samlet set forblevet høj, og huspriserne ventes at stige med 1,6 pct. i år. Stigningen er understøttet af lave renter og af, at hjælpeordninger bidrog til at opretholde indkomsterne under nedlukningen. Modsat finanskrisen er udviklingen på boligmarkedet ikke med til at forlænge genopretningen af økonomien.

VÆKSTUDSIGTER

BNP ventes at falde med 3,6 pct. i år, særligt trukket af et stort fald i forbrug og eksport i 1. halvår. Husholdningerne ventes at drive en stor del af genopretningen, bl.a. fordi de op til tilbageslaget havde en sund økonomi. Den sidste del af genopretningen bliver dog træg, og økonomien skønnes i løbet af 2022 at være i en mild lavkonjunktur.

RISIKOBILLEDE

Risikobilledet er især præget af muligheden for en genopblussen af pandemien med betydelige smittehæmmende tiltag og eventuelt mere permanente adfærdsændringer. Effekten af den økonomiske politik er desuden usikker. En hurtig udvikling af en effektiv vaccine eller behandling vil omvendt medføre en hurtigere genopretning end ventet.

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2019	2020	2021	2022
BNP (real), pct.	2,3	-3,6	3,6	2,3
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.998	2.947	2.969	2.999
Ledighed, brutto, 1.000 personer	104	141	139	131
Betalingsbalance, pct. af BNP ¹	7,8	6,8	6,1	6,1
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,8	-3,5	-2,5	-1,9
Huspriser ² , pct. år-år	3,0	1,6	1,5	3,1
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,7	0,3	0,9	1,2
Timeløn ³ (industrien), pct. år-år	2,4	2,3	1,8	2,3

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

- Den seneste revision af betalingsbalancen over for udlandet er ikke indarbejdet i det seneste kvartalsvise nationalregnskab og indgår derfor ikke i datagrundlaget for prognosen.
- Nominelle priser på enfamiliehuse.
- Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.



Den nye, midlertidige ordning med arbejdsfordeling er god men bør ikke gøres permanent, da den reducerer fleksibiliteten på arbejdsmarkedet.

Udsigter og økonomisk politik

Hurtig fremgang i store dele af økonomien

Siden midten af april er samfundet gradvist genåbnet, og væsentlige dele af dansk økonomi er kommet hurtigt i gang. Husholdningernes forbrug var ved udgangen af maj således omtrent tilbage på niveauet før nedlukningen og er forblevet højt hen over sommeren, jf. figur 1. Fremgangen er sket på baggrund af et hidtil uset hårdt tilbageslag i aktiviteten, hvor bruttonationalproduktet, BNP, faldt med 6,9 pct. i 2. kvartal.

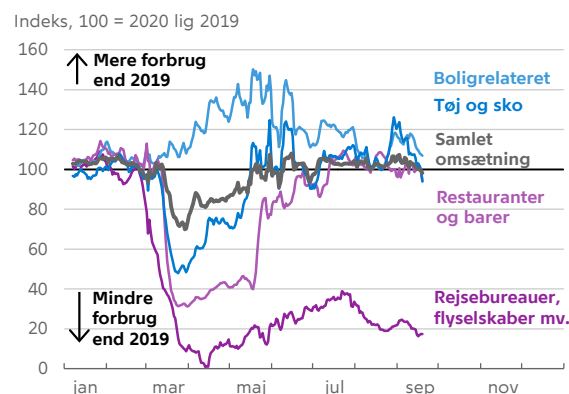
Den økonomiske aktivitet er fortsat påvirket af adfærdsændringer og forskellige restriktioner, som skal hæmme smittespredning. Omfanget af restriktioner og adfærdsændringer vil variere over tid, afhængigt af smitteudviklingen, som det ses i øjeblikket. Det kan give mindre udsving i aktiviteten i enkelte sektorer, men restriktioner og adfærd forudsættes ikke at påvirke den samlede aktivitet i nær samme omfang som under nedlukningen i foråret. Med udgangspunkt i de foreliggende indikatorer og omfanget af restriktioner vurderes BNP i 3. kvartal at stige med 4,8 pct.

Forbruget og dermed produktionen er gået mest frem i de brancher, der blev hårdt ramt af nedlukningen. Det ses eksempelvis for restauranter og barer. Generelt er forbruget omtrent tilbage på niveauet før corona-tilbageslaget i alle de brancher, som ikke længere er underlagt restriktioner. Denne tendens gælder på tværs af aldersgrupper.¹ Ældre borgere har således også et forbrug af restaurantydelse og frisørtjenester, der er tæt på niveauet før corona-tilbageslaget, selv om de udgør en stor del af risikogruppen hvad angår corona.

Forbrugsudviklingen blandt ældre borgere indikerer, at pandemien og nedlukningen indtil videre ikke har ført til væsentlige adfærdsændringer, som vil være ved på den anden side af sundhedskrisen. Efterspørgslen efter de fleste varer og tjenester forventes derfor at vende tilbage, når der forventeligt udvikles en vaccine, hurtig test eller en effektiv behandling. Indtil da forventes det fortsat, at de løbende tiltag til at bekæmpe pandemien vil hæmme den økonomiske aktivitet.

Husholdningernes forbrug forblev højt hen over sommeren

Figur 1



Anm.: Kortomsætning dækker dansk udstedte kort, som Nets processerer. Omsætning er 7 dages glidende gennemsnit til og med d. 19. september 2020. Fra mandag d. 6. april 2020 er der sammenlignet med mandag d. 15. april 2019 for at sikre retmæssig sammenligning af påskeugerne. Kategorier er bredt defineret og indeholder relaterede goder samt tjenesteydelser.

Kilde: Nets Denmark A/S og egne beregninger.

Folketinget besluttede i august at udskyde den planlagte fase 4 af genåbningen, og der er den seneste måneds tid indført nye, midlertidige restriktioner landet over. Derfor er nogle brancher fortsat underlagt restriktioner og vil være præget af lav aktivitet i en periode. Endvidere står danske eksportvirksomheder over for en svag udenlandsk efterspørgsel. Disse faktorer betyder, at det vil tage tid, før den økonomiske aktivitet er genoprettet, og Danmark er ude af lavkonjunktoren.

Fremgang på arbejdsmarkedet efter stort tilbageslag

På arbejdsmarkedet er udviklingen også vendt hen over sommeren, efterhånden som dansk økonomi er kommet i gang. Antallet af personer omfattet af lønkompensationsordningen nåede sit toppunkt på knap 250.000 personer i begyndelsen af juni. Siden er ordningen stort set blevet udfaset. Det er sket

1 Kilde: Danske Banks data for kortomsætning.

uden at have medført et yderligere kraftigt fald i beskæftigelsen og indikerer, at langt de fleste lønmodtagere på ordningen er vendt tilbage til deres job. På det sidste er lønmodtagerbeskæftigelsen endvidere steget, senest med ca. 25.000 personer i juni og juli samlet set.

Konsekvenserne af pandemien i form af midlertidigt ændret adfærd og tiltagene til inddæmning af smitten har dog sat deres spor på arbejdsmarkedet, og den sæsonkorrigerede beskæftigelse faldt med ca. 95.000 personer i 2. kvartal. Faldet skete særligt i brancherne luftfart, hotel og restauration.

Antallet af tilmeldte ledige steg på kun fire uger efter nedlukningen med ca. 45.000 personer, særligt drevet af den meget begrænsede aktivitet i de brancher, der var underlagt flest restriktioner. Siden er ledigheden faldet svagt, på trods af at ordningerne med lønkomensation gradvist er blevet benyttet i mindre omfang. Ledigheden er dog fortsat på niveau med årene efter finanskrisen.

Der er imidlertid tegn på, at virksomhedernes søgning efter arbejdskraft er omtrent tilbage på niveauet før corona-tilbageslaget. Det forbedrer mulighederne for, at ledige kan finde beskæftigelse i andre brancher, efterhånden som økonomien omstiller sig dér, hvor det er nødvendigt. Ligeledes har beskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere i Danmark været svagt stigende siden juni efter et stort fald under nedlukningen.

Ro på de finansielle markeder og fremgang på boligmarkedet

De finansielle markeder har været rolige det seneste halve år. Det skal ses i lyset af centralbankernes intensivering af programmer for opkøb af obligationer og likviditetstiltag. De finansielle forhold er gunstige for både virksomheder og husholdninger, der bl.a. kan få meget lave renter på boliglån. Det bidrager til at få aktiviteten i dansk økonomi op igen.²

Dansk økonomi havde indtil corona-tilbageslaget gennemgået et mangeårigt afbalanceret opsving, hvor både husholdningerne og erhvervslivet benyttede fremgangen til at konsolidere sig. Danske

virksomheder var således generelt robuste forud for corona-pandemien, og de har derfor i løbet af dette tilbageslag haft god adgang til finansiering. Det betyder, at virksomhedernes investeringer i modsætning til tidligere nedgangsperioder ikke hæmmes af et behov for konsolidering og begrænset adgang til likviditet. Selv om virksomhedernes investeringer i øjeblikket er lave som følge af svag efterspørgsel, så har virksomhederne således gode muligheder for at investere i tilpasninger som følge af eksempelvis digitalisering eller grøn omstilling i årene fremover.

På boligmarkedet er renterne lave, og hjælpeordningerne har holdt indkomsterne oppe. Efter et markant fald i marts steg boligpriserne hen over sommeren og ventes at stige med 1,6 pct. for 2020 som helhed. Et lignende billede ses i en række andre avancerede økonomier. I Danmark afspejler prisudviklingen også, at husholdningerne igen forventer stigende boligpriser. Modsat finanskrisen er udviklingen på boligmarkedet således ikke drivende for den aktuelle makroøkonomiske udvikling.

Træg indhentning forude

En stor del af genopretningen af dansk økonomi vil være drevet af, at det indenlandske forbrug vender tilbage til niveauet før corona-tilbageslaget. Det forudsættes, at der fortsat vil være restriktioner året ud, men at økonomien kan fungere frit i løbet af næste år. Derudover antages det, at restriktioner og adfærdsændringer ikke påvirker den samlede økonomi i et meget betydeligt omfang, bl.a. fordi restriktioner kun begrænser aktiviteten i relativt få brancher, fx restauranter og barer.

Husholdningerne har konsolideret sig i en årrække og har opsparet en relativt stor del af deres indkomst set i et historisk perspektiv. De har derfor ikke brug for at øge deres opsparing yderligere og forventes relativt hurtigt at vende tilbage til at forbruge samme andel af deres indkomst som før tilbageslaget. Forbrugssammensætningen vil dog i en periode være stærkt påvirket af restriktioner og adfærdsændringer.

Derudover har støtteordningerne med fx lønkomensation under tilbageslaget opretholdt hushold-

² Se Danmarks Nationalbank, Stabile finansielle markeder understøtter økonomi i lavkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 17, september 2020.

ningernes indkomst, som yderligere løftes i løbet af det kommende år af muligheden for at få udbetalt indefrosne feriepenge. Dertil kommer den generelt ekspansive finanspolitik med eksempelvis aftalen om renovering i den almene boligsektor (grøn boligaf-tale) og regeringens forslag til finanslov for 2021. I omvendt retning trækker dog udskydelsen af tilba-gebetalingen af for meget betalt ejendomsskat.

Selv om en stor del af den økonomiske aktivitet er vendt tilbage forholdsvis hurtigt, vil den sidste del kun blive indhentet gradvist. Den fortsatte smitte-spredning og beslutningen om at fastholde en række restriktioner betyder, at erhverv i kultur og fritid samt rejse- og luftfartsbranchen må forvente lav ak-tivitet i endnu længere tid. På arbejdsmarkedet kan mange ledige og personer på arbejdsfordelingsord-ninger derfor ende med at skulle finde beskæftigelse i andre brancher, end de kom fra.

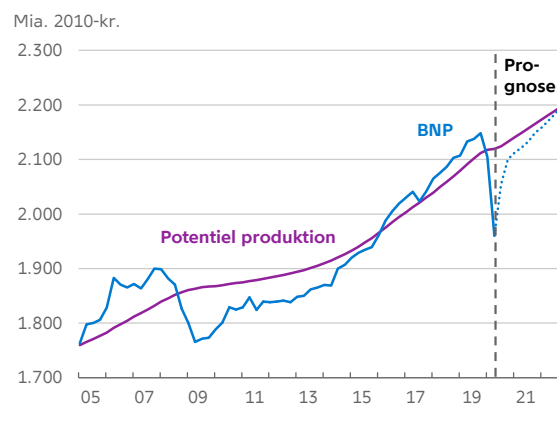
Blandt mange af Danmarks samhandelspartnere i udlandet er tilbageslaget dybt, hvilket har medført et skarpt fald i verdenshandlen i løbet af foråret. Siden er en del smittehæmmende foranstaltninger blevet lempet i en række lande, og produktionen er genoptaget. En del af verdenshandlen vil derfor vende hurtigt tilbage. En fuld genopretning skøn-nes dog at ligge noget længere ude i fremtiden som følge af lav international efterspørgsel. Selv om der er visse tegn på fremgang i dansk eksport hen over sommeren, forventes den lave internationale efterspørgsel at lægge en dæmper på eksporten i den kommende tid. Dansk eksport skønnes først i løbet af 2022 at være på samme niveau som ved indgangen til 2020.

Genopretningen af den sidste del af både den dan-ske og internationale efterspørgsel ventes således at blive langsom. Det medfører et mindre behov hos virksomhederne for at udvide deres produktionska-pacitet. Koblet med en allerede lav kapacitetsudnyt-telse betyder det lavere vækst i erhvervenes inve-steringer, hvilket yderligere bidrager til den træge genopretning.

Samlet set ventes dansk BNP at falde med 3,6 pct. i år. Det produktionsniveau, der var udsigt til før corona-tilbageslaget, indhentes kun gradvist i den kommende tid, jf. figur 2. Dansk økonomi vil således i løbet af 2022 befinde sig i en mild lavkonjunktur. Når størstedelen af genopretningen trods alt finder sted inden for en kort tidshorison, skyldes det i høj grad, at tilbageslaget i dansk økonomi ikke er kommet på

Det tidligere produktionsniveau indhentes kun gradvist

Figur 2



Anm.: Potentiel produktion betegner det produktionsniveau, økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

baggrund af væsentlige ubalancer i økonomien, der først skal korrigeres.

Arbejdsudbuddet skønnes at stige med 27.000 per-soner frem mod 2022 som følge af allerede vedtag-ne reformer, herunder indekseringen af pensionsal-deren. Disse reformer har i høj grad bidraget til at sikre den balancerede udvikling under det forud-gående opsving. Beskæftigelsen ventes gradvist at stige i de kommende år, så den ved udgangen af 2022 er ca. 4.000 personer højere end ved indgan-gen til 2020. Det er væsentligt lavere end forudsat inden corona-tilbageslaget. Ledigheden ventes at være ca. 23.000 personer over niveauet før coro-na-udbruddet, hvilket er ca. 6.000 over det struktu-relle niveau.

Usikkerhed om pandemiens effekt og varighed

Den kommende tids økonomiske udvikling afhæn-ger først og fremmest af udviklingen i pandemien, der kan føre til ændret adfærd og nye smittehæm-mende tiltag, som begrænser den økonomiske aktivitet. Derudover er der fortsat usikkerhed vedrørende det fremtidige handelssamarbejde mellem EU og Storbritannien efter brexit samt den stigende tendens til protektionisme og globale spændinger.

Skulle der hurtigere end forventet blive udviklet en effektiv vaccine, behandling eller hurtig test, kan det

omvendt give anledning til fornyet optimisme og en tilbagevenden til en adfærd i både produktion og forbrug som før tilbageslaget.

Midlertidig støtte bør ikke gøres permanent

Dansk økonomi er kendetegnet ved en høj grad af fleksibilitet på arbejdsmarkedet og en god erhvervsdynamik. Det er en styrkeposition i forhold til at komme videre efter sundhedskrisen. På arbejdsmarkedet er det nemt og forbundet med relativt få omkostninger at ansætte og afskedige medarbejdere. Virksomhederne kan derfor løbende tilpasse produktionen, så den passer med efterspørgslen, og lønmodtagere kan skifte job til virksomheder, der tilbyder de bedste betingelser.

Ved en kortvarig aktivitetsnedgang kan det dog være hensigtsmæssigt at tilskynde virksomheder og medarbejdere til at fastholde deres ansættelsesforhold. Derved mindskes tabet af medarbejdernes kompetencer relateret til den konkrete virksomhed, og lønmodtagernes tilknytning til arbejdsmarkedet fastholdes. Den nye, midlertidige arbejdsfordelingsordning er derfor et godt tiltag i den nuværende situation. Det er dog vigtigt, at ordningen ikke gøres permanent, da den reducerer fleksibiliteten på arbejdsmarkedet.

Den stærke erhvervsdynamik i Danmark skyldes bl.a. gode rammer for afvikling af svage virksomheder. Det betyder, at uproduktive virksomheder lukker og dermed ikke beslaglægger arbejdskraft og kapital, som kunne være brugt mere effektivt andre steder i økonomien. Denne fleksibilitet er vigtig i den nuværende situation med store skift i efterspørgselsmønstrene, som i nogle tilfælde kan være længerevarende. Derfor er det vigtigt, at kompensationsordninger udfases, når man på et tidspunkt kan ophæve de restriktioner, der begrænser aktiviteten. Udfasning sikrer, at det er de mest produktive og innovative virksomheder, som vokser, hvilket bidrager til fremgangen i velstanden i Danmark. Den økonomiske politik bør således have fokus på at sikre tilstrækkelig efterspørgsel i samfundet.

Økonomisk politik

Det er vigtigt, at kompensationsordninger udfases, når man på et tidspunkt kan ophæve de restriktioner, der begrænser aktiviteten. Kompensationsordninger hjælper virksomheder, som har stærkt begrænset aktivitet som følge af restriktioner, men de hæmmer erhvervsdynamikken og mobiliteten på arbejdsmarkedet.

Den nye, midlertidige arbejdsfordelingsordning bidrager til at fastholde tilknytningen mellem virksomheder og medarbejdere. Det er dog vigtigt, at ordningen ikke gøres permanent, da den reducerer fleksibiliteten på arbejdsmarkedet.

Den planlagte finanspolitik i finanslovsforslaget er godt afstemt med den forventede konjunkturudvikling, og den understøtter sammen med udbetalingen af indefrosne feriepenge genopretningen. På grund af den store usikkerhed om den økonomiske udvikling de kommende år er det vigtigt med fleksibilitet, også med hensyn til finanspolitikken.

Dansk økonomi – tendenser

Forbrugslysten er intakt

Siden midten af april er væsentlige dele af dansk økonomi gradvist genåbnet, i takt med at smittespredningen er aftaget. Samtidig er husholdningernes efterspørgsel fulgt med op. Tal for kortomsætningen viser, at en række af de erhverv, der har været underlagt relativt få restriktioner, har opretholdt eller øget deres omsætning i hele perioden siden nedlukningen, jf. figur 1 (på side 3). Det gælder eksempelvis forhandlere af boligrelaterede varer og tjenester. Samtidig har mange af de erhverv, der har været underlagt relativt mange restriktioner, gradvist normaliseret deres omsætning. Det gælder eksempelvis restauranter og barer. Der er således ikke umiddelbart tegn på udprægede adfærdsmændringer i danskernes forbrugsmønstre efter genåbningen.

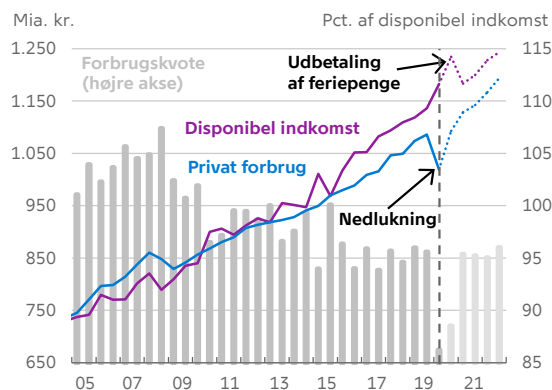
I perioden med nedlukning faldt forbrugskvoten, dvs. husholdningernes forbrug som andel af indkomsten, jf. figur 3. Faldet kom efter en årrække med en i forvejen lav forbrugskvoteforhold, efter at husholdningerne havde konsolideret sig oven på finanskrisen. Husholdningernes økonomi var derfor sund ved indgangen til tilbageslaget. Forbrugskvoten ventes således gradvist at stige tilbage til det samme niveau som under opsvinget.

En del af stigningen i forbruget ventes at komme fra udskudt forbrug. Eksempelvis faldt bilsalget betydeligt i 2. kvartal, men har hen over sommeren ligget højere end før corona-tilbageslaget. Det peger på, at en del bilkøb blev udskudt som følge af nedlukningen. Dertil kommer, at nettoudgifterne til turisme i 2. kvartal var mindre end i tidligere år. Det betyder, at selv om langt færre turister har gæstet landet, så har endnu flere danskere valgt at bruge deres penge i Danmark i stedet for i udlandet som følge af rejse-restriktioner. Det har bidraget til at løfte det indenlandske forbrug.

Muligheden for at få udbetalt indefrosne feriepenge ventes i løbet af efteråret at bidrage til at øge det private forbrug med samlet set 14 mia. kr. inkl. afledte effekter over det kommende år, jf. boks 1. Husholdningernes indkomster har desuden generelt været holdt oppe af hjælpeordningerne under nedlukningen og skønnes at vokse med i alt 7,2 pct. i 2020, når effekten fra udbetalingen af feriepengene indregnes.

Forbrugskvoten stiger i den kommende tid

Figur 3



Anm.: Figuren viser halvårslige observationer. Den lodrette streg markerer overgangen fra data til prognose. Disponibel indkomst er korrigeret for skønsmæssig udbetaling af indefrosne feriepengemidler samt omlægning af kapitalpensioner og opsparing i LD Fonde i 2013 og 2015.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Folketinget besluttede i august at udskyde den planlagte fase 4 af genåbningen. Det betyder, at en række erhverv i kultur- og fritidsbrancherne formentlig vedbliver at have lav aktivitet i en længere periode. Dertil kommer rejse- og luftfartsbranchen, der forventer lav aktivitet i endnu længere tid.

Samlet set tegner der sig et billede af, at danskernes forbrug på langt de fleste forbrugsposter efter et kraftigt fald er vendt hurtigt tilbage til niveauet før nedlukningen. Indkomsterne har først og fremmest været holdt oppe af hjælpeordningerne under nedlukningen. Samtidig er husholdningernes forbrugslyst intakt, og forbrugskvoten genoprettes i den kommende tid.

Det midlertidige fald i forbruget afspejler derfor først og fremmest, at mulighederne for at forbruge har været begrænsede som følge af de smittehæmmende restriktioner, og dernæst, at forbrugerne kun delvist har kunnet eller villet forbruge andre tilgængelige goder. Indtil der er en vaccine eller effektiv behandling, vil pandemien fortsat hæmme dele af det private forbrug. For 2020 som helhed ventes det private forbrug at falde med 2,8 pct., især drevet af det store fald siden nedlukningen og indtil midten af

Udbetaling af feriepenge øger det private forbrug

Boks 1

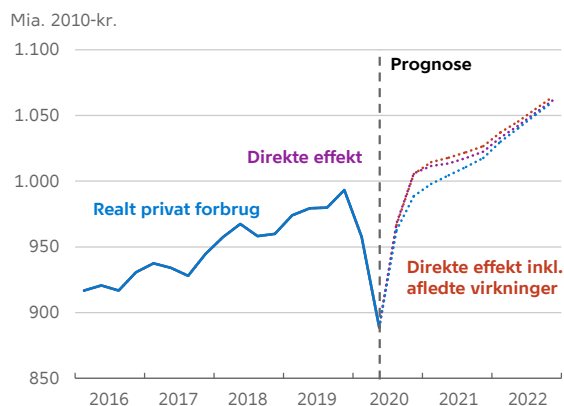
Regeringen indgik i juni en aftale, der bl.a. indeholder mulighed for at få udbetalt tre ud af fem ugers indefrosne feriepenge, svarende til 59 mia. kr. Effekten på det private forbrug bliver imidlertid mindre, da midlerne indkomstbeskattes. Der hersker desuden usikkerhed om, hvor mange der vælger at få udbetalt feriepengene, samt hvor stor en andel af de udbetalte midler der omsættes til forbrug.

Erfaringerne fra udbetalingerne af midlerne fra Den Særlige Pensionsopsparing, SP, under finanskrisen viser, at omtrent 60 pct. af det udbetalte blev omsat til forbrug.¹ Tilsvarende viser et nyt studie af udbetalinger af indbetalte efterlønsbidrag, at 43 pct. af de udbetalte midler blev omsat til forbrug. Forbruget er især drevet af folk med få tilgængelige likvide midler fordelt på alle indkomstgrupper.²

I denne prognose forudsættes det, at 75 pct.³ af midlerne udbetales i 4. kvartal 2020; at de gennemsnitligt beskattes med 35 pct.; og at der er en marginal forbrugstilbøjelighed på 43 pct. Det giver en direkte førsteårseffekt på det private forbrug på ca. 13 mia. kr., der fordeler sig over perioden 3. kvartal 2020 til 2. kvartal 2021.

Udbetalingerne bidrager til at øge den økonomiske aktivitet. Det giver afledte effekter på beskæftigelse og indkomst, der øger det private forbrug yderligere. Den samlede førsteårseffekt på det private forbrug beløber sig til ca. 14 mia. kr., jf. nedenstående figur. Samlet set øges BNP med 0,2 pct. i 2020 og 0,4 pct. i 2021.

Privat forbrug løftes af udbetalte feriepenge



Anm.: Figuren viser udviklingen i det reale private forbrug henholdsvis uden effekten fra udbetalte feriepenge, med direkte effekter indregnet og med både direkte og afledte virkninger indregnet.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

1. Se Claus Thustrup Kreiner, David Dreyer Lassen og Søren Leth-Petersen, Liquidity Constraint Tightness and Consumer Responses to Fiscal Stimulus Policy, *American Economic Journal: Economic Policy*, pp. 351-379, nr. 11, 2019.
2. Se Henrik Yde Andersen, Spending when illiquid savings become liquid: evidence from Danish wage earners, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 161, september 2020.
3. Skønnet er baseret på en overordnet vurdering ud fra, hvordan danskerne tidligere har hævet ellers bunden opsparing, når de fik muligheden. I 2009 hævede langt størstedelen af lønmodtagerne midlerne fra Den Særlige Pensionsopsparing, mens omkring halvdelen fik deres efterlønsbidrag tilbagebetalt ved udmeldelse af efterlønsordningen i 2012. En række faktorer spiller ind i forhold til beslutning om at hæve feriepengene i 2020, herunder alder, nuværende indkomstbeskatning, forventning om modregning i offentlige ydelser, og hvorvidt forbrugerne har adgang til likvide midler i forvejen.

april. Genopretningen af forbruget har siden været i gang og fortsætter gradvist i 2021 og 2022.

Dansk eksport hårdt ramt af svag efterspørgsel i udlandet

Udbruddet af coronavirus har medført en kraftig nedgang i efterspørgslen i stort set alle lande samtidigt. Det førte til et markant fald i mængden af dansk eksport, som faldt 14,1 pct. i 2. kvartal. Særligt eksporten af tjenester er faldet kraftigt, jf. figur 4. Nedgangen ses især i tjenester relateret til luftfragt

og turisme. Indtjeningen for søfragtstjenester har til gengæld nominelt set været stabil som følge af stigende fragtrater.

Tilbagegangen i dansk vareeksport har været mindre end den samlede verdenshandel, jf. figur 4. Det skyldes, at sammensætningen af dansk vareeksport i løbet af de sidste mange år er blevet mindre konjunkturfølsom, jf. figur 5. Her spiller eksport af medicinalvarer en stigende rolle, og samtidig udgør eksport af fødevarer fortsat en betydelig andel af

den samlede eksport. Disse varer er mindre konjunkturfølsomme.³ Samtidig har de danske nærmarkeder i Nordeuropa været mindre påvirket af pandemien sammenlignet med markederne i mange andre lande. Disse nærmarkeder udgør samlet set en stor del af dansk eksport. Nedgangen i dansk vareeksport har derfor været tilsvarende mindre.

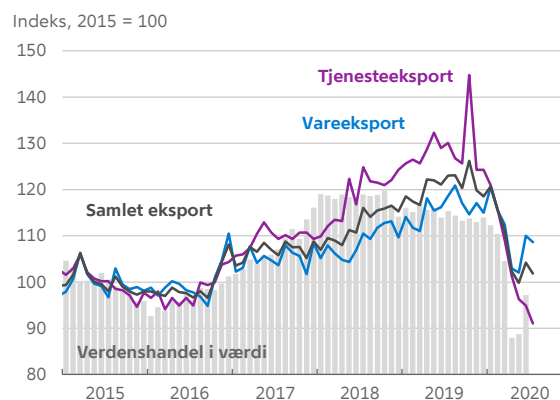
Eksportaktiviteten har hen over sommeren vist tegn på at stige igen. Stigningen afspejler, at smittehæmmende foranstaltninger er blevet lempet i en række lande, hvorved produktionen og forbruget er genoptaget. Fremadrettet vil en del af den globale handel dog være holdt nede af lav efterspørgsel. OECD forventer således, at verdenshandlen ved udgangen af 2021 vil være omtrent 3 pct. lavere end før corona-tilbageslaget.⁴ Det lægger en dæmper på udviklingen i dansk eksport i den kommende tid. Dansk eksport ventes således først i løbet af 2022 at være på samme niveau som ved indgangen til 2020. Efter et fald på 9,0 pct. i 2020 ventes eksporten at stige med 5,4 pct. i 2021 og 5,3 pct. i 2022.

Importen faldt med 13,9 pct. i 2. kvartal på trods af en hurtig reversering af den indenlandske efterspørgsel. Faldet i importen har isoleret set bidraget til at holde hånden under dansk BNP i det omfang, at danske husholdninger har substitueret deres forbrug af importerede varer og tjenester med indenlandsk producerede.

Faldet i importen skyldes navnlig en lavere import af transportmidler som følge af produktionsnedlukninger i udlandet og udskudte bilkøb. Ophøret af produktionsnedlukningerne ventes at øge importen relativt hurtigt igen. Importen understøttes yderligere af, at den indenlandske efterspørgsel igen stiger.

Den relativt træge udvikling i dansk eksport og den hurtigere genopretning af importen medfører et fald i overskuddet på betalingsbalancens løbende poster, som ventes at udgøre 6,1 pct. af BNP i 2022, jf. figur 6.

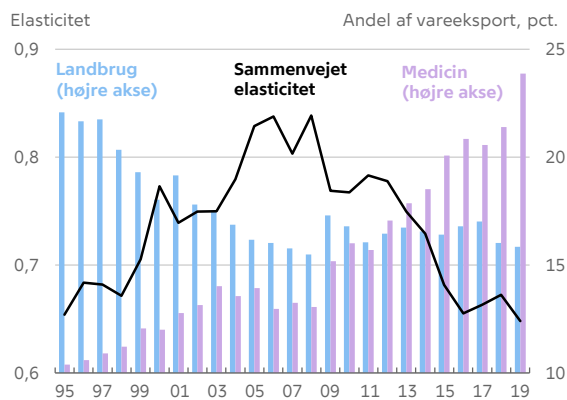
Markant fald i eksporten i 2. kvartal Figur 4



Anm.: Udvikling i eksporten i løbende priser baseret på betalingsbalancestatistikken.

Kilde: Danmarks Statistik, CPB World Trade Monitor og egne beregninger.

Eksportsammensætningen er mindre konjunkturfølsom end under finanskrisen Figur 5



Anm.: Sammenvejlet elasticitet mellem verdenshandel og dansk vareeksport i løbende priser. Elasticiteterne bygger på 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. Sammenvejning baseres på udenrigshandelsstatistikken.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

³ 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.

⁴ Se *OECD Economic Outlook*, juni 2020 (single-hit scenario).

Virksomhedernes investeringer vil være beherskede i den kommende tid

Industriens investeringsplaner faldt markant i 2. kvartal og er forblevet lave i 3. kvartal, jf. figur 7. Samtidig er kapacitetsudnyttelsen aftaget, fordi produktionen er faldet. Begge dele afspejler bl.a. det store, umiddelbare fald i efterspørgslen blandt virksomhedernes aftagere både herhjemme og i udlandet.

Med ledig produktionskapacitet samt udsigt til svagere efterspørgsel forventes mange virksomheder at udskyde en planlagt udvidelse af produktionskapaciteten. Investeringer i materiel (maskiner, software mv.) kan relativt hurtigt bremses, og faldet her var da også kraftigt i 2. kvartal. Faldet var derimod mindre i erhvervsbyggeriet. Det skal ses i sammenhæng med, at byggeprojekter i mange tilfælde er længerevarende og i udgangspunktet færdiggøres. Derfor kan der forventes en vis forsinkelse i faldet i erhvervsbyggeri. Omvendt kan nogle virksomheder have valgt at benytte perioden med lav aktivitet til at igangsætte reoveringer.

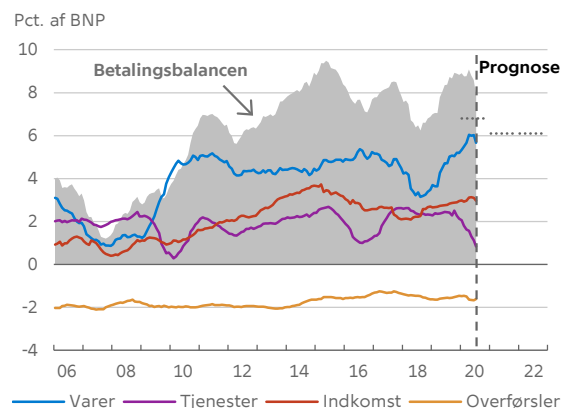
Virksomhedernes investeringer ventes i de kommende år at være beherskede sammenlignet med niveauet før corona-tilbageslaget. Det skal bl.a. ses i lyset af den gradvise genopretning af eksporten, der mindsker behovet for øget produktionskapacitet i den kommende tid.

Dansk erhvervsliv har gennem opsvinget konsolideret sig og stod ved indgangen til corona-tilbageslaget bedre rustet til et tilbageslag end tidligere. De danske virksomheder har således i løbet af dette tilbageslag haft god adgang til kredit. Selv om de i mindre grad har benyttet sig af privat lånefinansiering, så har virksomhederne i høj grad benyttet sig af de omfattende likviditetstilbud indeholdt i hjælpepakkerne, herunder muligheden for at udskyde moms- og skatteindbetalinger.⁵ Dermed er virksomhederne i modsætning til i tidligere tilbageslag ikke tvunget til at udskyde deres investeringer mere, end faldet i efterspørgslen blandt deres kunder tilsiger. Virksomhederne har således i årene fremover gode muligheder for at investere i tilpasninger som følge af eksempelvis digitalisering eller grøn omstilling.

⁵ Se Danmarks Nationalbank, Stabile finansielle markeder understøtter økonomi i lavkonjunktur, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 17, september 2020.

Overskuddet på betalingsbalancen falder en smule

Figur 6

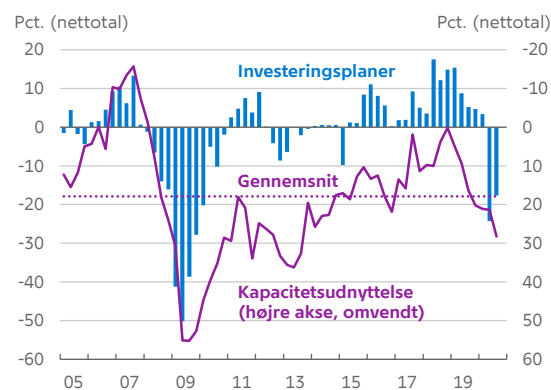


Anm.: Opgjort som 12-måneders glidende sum i pct. af BNP til og med juli 2020. De punkterede linjer angiver de skønnede årsgennemsnit for betalingsbalancen i prognosen. De historiske tal inkluderer den seneste revision af betalingsbalancen over for udlandet.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Industriens investeringsplaner var lave i 3. kvartal

Figur 7



Anm.: Den punkterede linje angiver gennemsnittet fra 2005 og frem.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Samlet set forventes erhvervsinvesteringerne at falde med 10,7 pct. i 2020 efterfulgt af en gradvis genopretning med en vækst på 1,2 pct. i 2021 og 3,1 pct. i 2022.

Offentlig aktivitet stabiliserer konjunkturerne

Efter mange år med en gradvis konsolidering af de offentlige finanser er der i år udsigt til et stort underskud. Det afspejler de meget store hjælpepakker, som er gennemført for at holde hånden under aktiviteten gennem nedlukningen.

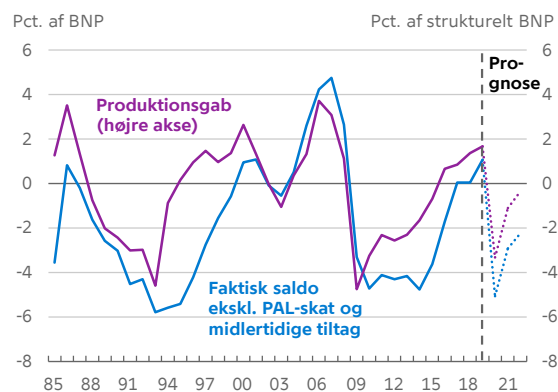
Regeringens forslag til en finanslov for 2021 medfører en strukturel saldo, som forventes at gå tæt på budgetlovens underskudsgrænse på 0,5 pct. af BNP i 2020. Underskuddet skyldes, at forslaget indeholder en række finanspolitiske lempelser, der giver en finanseffekt på 2,6 pct. af BNP i 2020 og -0,4 pct. i 2021. Den økonomiske politik er derfor overordnet set afstemt med konjunkturudviklingen. Fornuftig finanspolitik kombineret med store automatiske stabilisatorer betyder, at den offentlige sektor har en kraftig modcyklisk påvirkning af økonomien, dvs. den bidrager til at udglatte konjunkturcykler, jf. figur 8.

Pandemien har sat dybe spor på arbejdsmarkedet

Efter mange år med uafbrudt stigende beskæftigelse førte pandemien til et brat fald, og beskæftigelsen faldt med ca. 95.000 personer i 2. kvartal, jf. figur 9.⁶ Størstedelen af faldet skete i den private sektor, hvor beskæftigelsen faldt 4,1 pct. Udviklingen er vendt hen over sommeren, og lønmodtagerbeskæftigelsen steg med ca. 25.000 personer i juni og juli samlet set og er nu ca. 56.000 personer lavere i forhold til nedlukningen. Den seneste stigning er primært sket i brancherne handel og transport. I takt med at efterspørgslen genoprettes både herhjemme og i udlandet, ventes beskæftigelsen at stige gradvist igen i de kommende år, så den ved udgangen af 2022 er ca. 4.000 personer højere end ved indgangen til 2020. Den forventede stigning afspejler bl.a., at arbejdsudbuddet skønnes at stige med ca. 27.000 personer som følge af allerede vedtagne reformer, herunder indekseringen af pensionsalderen.

De offentlige finanser bidrager til at udglatte konjunkturudviklingen

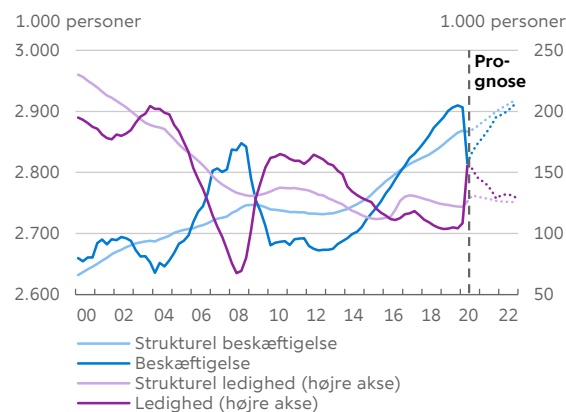
Figur 8



Anm.: Midlertidige tiltag dækker eksempelvis over udbetalingen af indbetalte efterlønsbidrag i 2018 og skattebetalinger i forbindelse med udbetaling af feriepenge i 2020.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Beskæftigelsen faldt med 95.000 personer i 2. kvartal

Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

⁶ For en uddybning af den aktuelle situation på arbejdsmarkedet, se kommende Economic Memo fra Danmarks Nationalbank, Arbejdsmarkedet er i bedring efter historisk hårdt tilbageslag af Bess, Borgensgaard og Rasmussen, 2020.

Omtrent halvdelen af tilbagegangen i beskæftigelsen i nedlukningsperioden kan tilskrives et fald i brancherne handel og transport, som bl.a. omfatter luftfart, hotel og restauration. Branchen kultur og fritid er i forhold til sin størrelse hårdest ramt med et fald i beskæftigelsen på ca. 10 pct.

Der er betydelig forskel på den sæsonkorrigerede og ikke-sæsonkorrigerede lønmodtagerbeskæftigelse. Forskellen afspejler, at beskæftigelsen typisk stiger en del i sommersæsonen. Den ikke-sæsonkorrigerede beskæftigelse er således kun faldet med ca. 10.000 personer, og faldet er dermed 46.000 personer mindre, end den sæsonkorrigerede beskæftigelse tilsiger, jf. figur 10. En del af forskellen afspejler formentlig en mindre stigning end normalt i beskæftigelsen blandt fx studerende, der under mere almindelige omstændigheder ville være beskæftiget i deltidsjob i denne periode.

Antallet af tilmeldte ledige steg på kun fire uger efter nedlukningen med ca. 45.000 personer, særligt drevet af den meget begrænsede aktivitet i de nedlukkede brancher. Siden er ledigheden faldet svagt, på trods af at ordningerne med lønkompensation gradvist er blevet benyttet i mindre omfang. Den faldende ledighed peger på, at lønmodtagere på lønkompensation enten er forblevet ansat i deres oprindelige virksomhed eller har fundet beskæftigelse andetsteds.

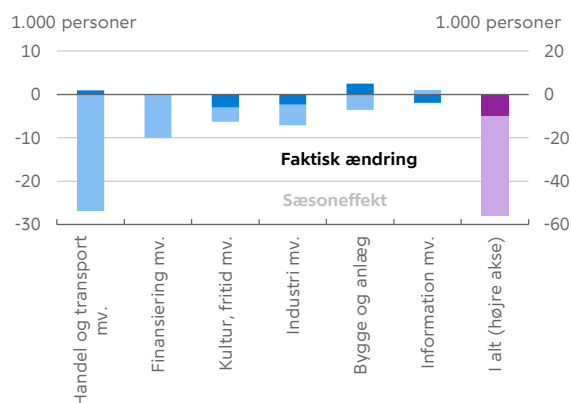
Bruttoledigheden er dog fortsat omtrent på højde med årene efter finanskrisen. Mange ledige var tidligere beskæftiget i de brancher, der har været underlagt flest restriktioner. Der kan derfor forekomme en tilpasning, hvor ledige i en periode finder beskæftigelse i andre brancher. Blandt de nettotilmeldte ledige siden 8. marts er personer med ufuldendt eller kort uddannelsesbaggrund desuden overrepræsenterede. Disse grupper kan have svært ved at finde beskæftigelse uden for deres nuværende brancher, hvilket risikerer at bidrage til en træg omstilling af økonomien.

Der er dog tegn på, at virksomhedernes søgning efter arbejdskraft som helhed er omtrent tilbage på niveauet før corona-tilbageslaget. Det viser eksempelvis tal for nyopslåede jobannoncer. Hermed forbedres mulighederne for, at ledige kan finde beskæftigelse i andre brancher, efterhånden som økonomien omstiller sig.

I nedlukningsperioden faldt beskæftigelsen blandt udenlandske statsborgere i Danmark med 7 pct. af

Coronaramt sommersæson forklarer en stor del af den lave beskæftigelse

Figur 10



Anm.: Faktisk ændring angiver det ikke-sæsonkorrigerede fald i antallet af personer beskæftiget i en given branche. Sæson-effekten er residualberegnet som forskellen mellem den sæsonkorrigerede og ikke-sæsonkorrigerede beskæftigelsesudvikling. Den samlede højde på søjlen angiver således den sæsonkorrigerede beskæftigelsesændring fra februar til juli 2020.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

den samlede beskæftigelse af udenlandske statsborgere, men udviklingen har siden været stabil og svagt stigende. På trods af grænselukninger, smittefrygt og faldet i aktiviteten generelt er der således tegn på, at udenlandsk arbejdskraft også fremadrettet kan bidrage til aktiviteten på arbejdsmarkedet.

Lønstigninger dæmpes af højere ledighed

I perioden op til corona-tilbageslaget var lønstigningerne på det danske arbejdsmarked beherskede, set i forhold til at ledigheden i en stor del af perioden lå lidt under det strukturelle niveau. Forbrugerpriserne har dog udviklet sig afdæmpet i samme periode, og samlet set er der sket en pæn fremgang i reallønnen.

Arbejdsmarkedets parter indgik i foråret en ny, tre-årig overenskomstfor det private arbejdsmarked med årlige lønstigninger, der er lidt højere end i perioden 2015-19. De centrale overenskomster fastsætter imidlertid kun lønnen på normallønsområdet, der dækker omtrent 20 pct. af lønmodtagerne på det private arbejdsmarked. For det øvrige arbejdsmarked er det alene mindstebetalingen, der bliver fastsat i de centrale overenskomstforhandlinger. Her foregår i stedet lokale forhandlinger af lønnen, som typisk er højere end mindstelønnen. Det bidrager til fleksibiliteten på det danske arbejdsmarked og giver

mulighed for hurtige tilpasninger under det nuværende konjunkturtilbageslag.

I 2. kvartal bar lønudviklingen på arbejdsmarkedet da også præg af usikkerheden om pandemiens betydning for økonomien. Således faldt den årlige lønstigningstakt i fremstillingserhvervene fra 2,7 pct. i 1. kvartal til 1,9 pct., jf. figur 11. Faldet skal ses i lyset af, at flere lønforhandlinger er blevet udskudt, og der er indgået midlertidige aftaler om lønnedgang.

Corona-tilbageslaget ramte arbejdsmarkedet hårdt og førte til stigende ledighed og lavere efterspørgsel efter arbejdskraft. Selv om ledigheden igen er faldende, så forventes den højere ledighed at lægge et nedadgående pres på lønstigningstakten. I 2020 skønnes lønningerne i fremstillingserhvervene at stige med 2,3 pct. for derefter at aftage til 1,8 pct. i 2021 og stige med 2,3 pct. i 2022.

Lav prisstigningstakt øges gradvist i takt med fremgangen i efterspørgslen

Forbrugerprisstigningerne er taget en smule til over sommeren, efter at priserne udviklede sig trægt i foråret. I august steg det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, med 0,4 pct. på årsbasis, jf. figur 12. De seneste måneders tiltagende inflation afspejler bl.a. en reversering af forårets fald i den internationale oliepris.

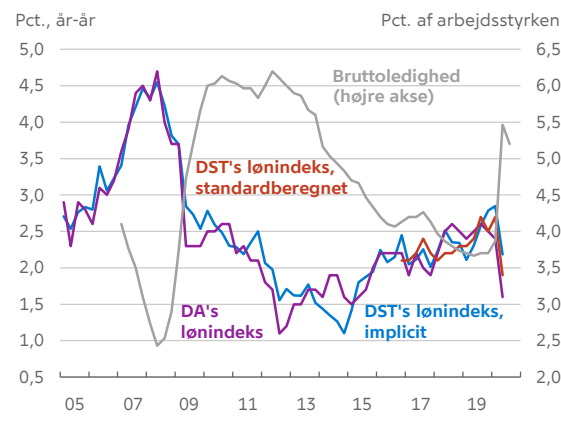
Også det underliggende inflationspres er umiddelbart styrket en smule den seneste tid, hvis der ses bort fra priser på energi og ikke-forarbejdede fødevarer, den såkaldte kerneinflation. Den var 0,8 pct. på årsbasis i august. Den lidt højere kerneinflation skyldes dog bl.a., at de forhøjede afgifter på cigaretter er slået igennem på priserne.

Årsstigningstakten i forbrugerpriserne ventes samlet set at falde fra 0,7 pct. i 2019 til 0,3 pct. i år. Den lidt lavere inflation afspejler bl.a. en lavere oliepris og lavere efterspørgsel under corona-tilbageslaget. I modsat retning trækker et gennemslag fra højere cigaretpriser, og derudover kan prisstigninger hos virksomhederne som følge af højere omkostninger grundet smittedæmpende restriktioner på aktiviteten trække i retning af højere priser.

Fremadrettet ventes fremgangen i den indenlandske efterspørgsel, der stimuleres af finanspolitiske tiltag, at understøtte yderligere prisstigninger. I 2021 og 2022 skønnes forbrugerpriserne således at stige med henholdsvis 0,9 og 1,2 pct.

Stigende ledighed dæmper lønudviklingen, men nogle forhold kan være midlertidige

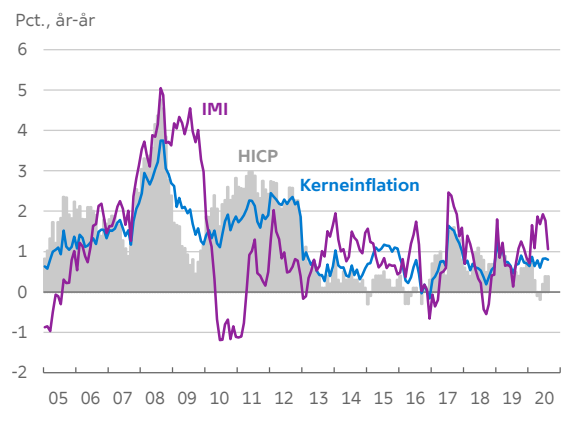
Figur 11



Kilde: Danmarks Statistik og Dansk Arbejdsgiverforening.

Prisudviklingen er afdæmpet trods reversering af energipriser

Figur 12



Anm.: Kerneinflationen er beregnet som HICP ekskl. energi og uforarbejdede fødevarer. IMI er indenlandsk markedsbestemt inflation.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Boligmarkedet er robust

Under nedlukningen blev en stor del af aktiviteten på boligmarkedet sat i stå på linje med resten af den økonomiske aktivitet. En del handel blev udskudt, og der blev givet større nedslag på ejendomshandler end tidligere. Handelsaktiviteten blev dog hurtigt genoprettet og er forblevet høj hen over sommeren for både enfamiliehuse og ejerlejligheder.

Den hurtige genopretning af handelsaktiviteten har betydet, at antallet af huse til salg har været faldende i hele perioden, og det afspejler sig endvidere i boligpriserne. Efter et stort fald i marts steg huspriserne gennem hele 2. kvartal og er omtrent tilbage på niveauet før corona-tilbageslaget, jf. figur 13. For ejerlejligheder er udviklingen tilsvarende, og et lignende mønster genfindes desuden internationalt.

Den relativt gunstige udvikling på boligmarkedet kan især tilskrives fundamentale forhold. Efterspørgslen er påvirket af husholdningernes forventninger til deres langsigtede indkomst, som bl.a. på grund af hjælpepakkerne og genåbningen af økonomien ikke er faldet betydeligt. Renterne er desuden fortsat lave. Derudover forventer husholdningerne igen stigende boligpriser, formentlig fordi den økonomiske aktivitet er vendt hurtigt tilbage. Der kan desuden være opstået andre boligbehov under nedlukningen, hvilket har bidraget til at holde handelsaktiviteten i gang. Samlet set ventes huspriserne at stige med 1,6 pct. i 2020, 1,5 pct. i 2021 og 3,1 pct. i 2022.

Boligbyggeriet ventes at forblive højt de kommende år. Forventningen skyldes for det første den gunstige boligprisudvikling, der øger incitamenterne til at bygge nyt. For det andet understøttes boliginvesteringerne af den politiske aftale om renovering i den almene boligsektor (grøn boligaftale) og udbetalinger af indefrosne feriepenge.

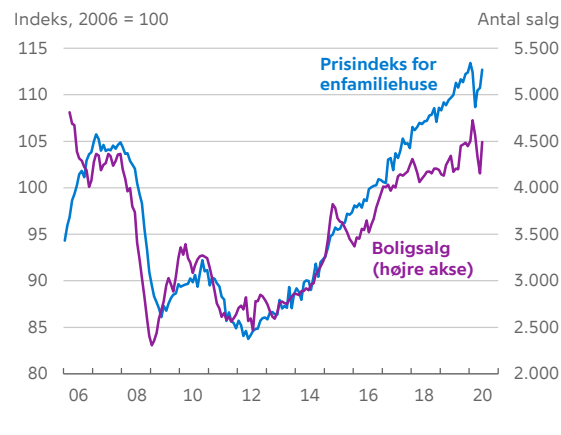
Stor usikkerhed om pandemiens fremtidige effekt og varighed

Udsigterne for de kommende år er præget af både nedadrettede og opadrettede risici. Det skyldes især, at økonomien både herhjemme og i udlandet er styret af udviklingen i pandemien. Omfanget af restriktioner og adfærdsændringer vil variere over tid, afhængigt af smitteudviklingen, som det ses i øjeblikket. En yderligere genoplussen af pandemien med betydelige smittehæmmende tiltag eller adfærdsændringer blandt husholdningerne vil føre til yderligere tab af økonomisk aktivitet. Mange nye restriktioner på væsentlige dele af økonomien kan desuden føre til likviditetsproblemer for de berørte virksomheder, hvis den tabte indtjening umuliggør betalingen af udsudte skattebetalinger og andre udgifter.

En konsekvens af udviklingen, siden corona-tilbageslaget indtraf, kan blive et skifte i efterspørgsels- og produktionsmønstre. Efterspørgsels sammensætningen efter arbejdskraft kan derfor ende med at ændre

Boligpriserne stiger hurtigt igen efter fald under nedlukningen

Figur 13



Anm.: Sidste observation er juni 2020 for både prisindeks og boligsalg. Boligsalg angiver salg af enfamiliehuse.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sig væsentligt og vedvarende. Samtidig er der risiko for, at nye ledige ikke hurtigt kan omstilles til beskæftigelse i brancher med behov for arbejdskraft. Det fører til høj ledighed i nogle brancher og mangel på arbejdskraft i andre. Dermed kan der opstå en situation med såvel stigende lønpres som høj ledighed.

De mange hjælpepakker til afbødning af de negative økonomiske konsekvenser har både herhjemme og i udlandet ført til store underskud på de offentlige finanser med stigende offentlig gæld til følge. Særligt visse steder i udlandet kan underskuddene på et senere tidspunkt føre til bekymringer for holdbarheden af den offentlige gæld med en ny bølge af finansiell uro til følge. Uroen kan da medføre problemer for virksomheder både i udlandet og herhjemme.

I udlandet er usikkerheden vedrørende det fremtidige handelssamarbejde mellem EU og Storbritannien efter brexit fortsat til stede. Derudover fortsætter den stigende tendens til protektionisme og globale spændinger.

Effekterne af hjemlige finanspolitiske tiltag er usikre, eksempelvis udbetalinger af indefrosne feriepenge. Det skyldes bl.a., at husholdningernes forbrugstilbøjelighed er behæftet med betydelig usikkerhed i den nuværende situation. Et andet eksempel er de nye ejendomsvurderinger og de dertilhørende tilbagebetalinger af ejendomsskatter for omtrent 8,3 mia. kr. Efter den seneste udskydelse undersøges det nu,

om man kan udsende nye vurderinger i sommeren 2021, hvilket er lagt til grund i denne prognose. Tidspunktet for tilbagebetalingerne vurderes dog efter udskydelsen som usikkert. Usikkerheden gælder også mere generelt for finans- og pengepolitiske tiltag i udlandet, der kan ende med at blive mere omfattende end forudsat, særligt i 2021.

Der er imidlertid også mulighed for, at udviklingen går bedre end ventet. Det gælder navnlig, hvis der hurtigt udvikles en effektiv vaccine, behandling eller hurtig test, som medfører en mere fuldstændig genåbning af økonomien både herhjemme og i udlandet

samt en fornyet optimisme blandt husholdninger og virksomheder. Der er desuden mulighed for, at genopretningen bliver mindre træg, fordi dansk og dele af international økonomi var uden betydelige ubalancer i udgangspunktet. Der er derfor ikke brug for korrektioner i samme omfang som under tidligere tilbageslag.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

					2019	2020	
	2019	2020	2021	2022	4. kv.	1. kv.	2. kv.
Realvækst i forhold til perioden før, pct.							
BNP	2,3	-3,6	3,6	2,3	0,5	-2,0	-6,9
Privat forbrug ¹	2,2	-2,8	7,0	3,2	1,4	-3,6	-7,2
Offentligt forbrug	1,2	1,3	1,5	0,8	1,4	-1,8	-1,5
Boliginvesteringer	6,1	5,2	3,4	1,5	1,9	3,6	1,9
Offentlige investeringer	0,7	7,9	3,3	2,6	-4,5	12,7	-3,0
Erhvervsinvesteringer	1,5	-10,7	1,2	3,1	0,5	-4,5	-11,7
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,6
Eksport	1,8	-9,0	5,4	5,3	-0,5	-1,6	-14,1
Industrieksport	9,5	-5,7	4,6	5,4	-1,6	1,4	-12,0
Import	0,5	-6,8	7,1	5,9	0,5	-1,3	-13,9
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.998	2.947	2.969	2.999	3.006	3.006	2.912
Ledighed, brutto, 1.000 personer	104	141	139	131	104	108	155
Betalingsbalance, pct. af BNP ³	7,8	6,8	6,1	6,1	8,0	7,5	7,9
Offentlig saldo, pct. af BNP	3,8	-3,5	-2,5	-1,9	3,2	0,1	-4,9
Huspriser ⁴ , pct. år-år	3,0	1,6	1,5	3,1	3,6	2,5	1,4
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,7	0,3	0,9	1,2	0,7	0,6	0,0
Timeløn ⁵ (industrien), pct. år-år	2,4	2,3	1,8	2,3	2,8	2,8	2,7

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. Den seneste revision af betalingsbalancen over for udlandet er ikke indarbejdet i det seneste kvartalsvise nationalregnskab og indgår derfor ikke i datagrundlaget for prognosen.

4. Nominelle priser på enfamiliehuse.

5. Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

International økonomi – tendenser

Fremgang efter historisk stort tilbageslag

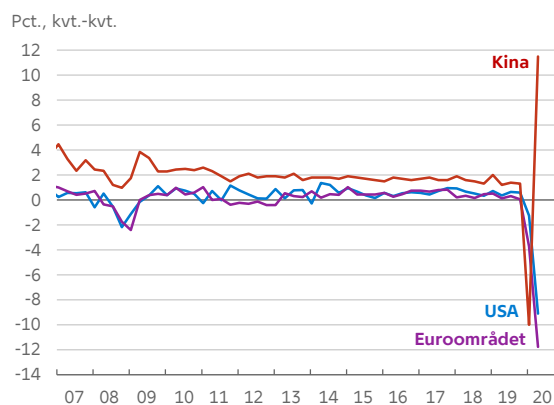
Aktiviteten i den globale økonomi er i fremgang efter et historisk stort tilbageslag i 2. kvartal. Fremgangen kommer, på baggrund af at forbrugsmulighederne gradvist er vendt tilbage, i takt med at foranstaltninger til at begrænse smittespredning er blevet lempet. Økonomien understøttes af en lang række finans- og pengepolitiske tiltag, der er blevet gennemført siden udbruddet af coronavirus. Disse tiltag har samtidig bidraget til at sikre lempelige finansielle vilkår og skabe stabilitet på de finansielle markeder.

Aktiviteten ventes at stige yderligere i den kommende tid – dog i et mere moderat tempo, fordi økonomien skal omstille sig til en situation, der stadig præges af pandemien. I den kommende tid vil aktiviteten derfor fortsat være noget lavere end før udbruddet af coronavirus. Det vil især være tilfældet i nogle brancher i servicesektoren, som forudsætter en høj grad af social interaktion. Især turismen, som i 2019 bidrog til ca. 10 pct. af globalt BNP, vil være påvirket i længere tid.⁷ Desuden har nogle af konsekvenserne af tilbageslaget endnu ikke materialiseret sig. Det skyldes, at der i løbet af foråret blev iværksat en lang række finanspolitiske hjælpepakker, der har holdt hånden under virksomhederne. Hjælpepakkerne er midlertidige tiltag, der før eller siden skal udfases. Når det sker, kan nogle virksomheder stå over for en nødvendig omstilling.

Vækstudsigterne for den globale økonomi er forbundet med ekstraordinært stor usikkerhed. Den knytter sig primært til pandemiens udvikling, og hvor længe restriktioner, som påvirker aktiviteten negativt, vil være nødvendige. Derudover er det svært at forudsige, hvordan pandemien vil påvirke fx forbrugeradfærd, international handel og globale værdikæder på længere sigt. Meget tyder på, at fremgangen vil ske gradvist og i forskellige hastigheder på tværs af lande og sektorer.

Nedlukning førte til historisk store fald i BNP

Figur 14



Kilde: Macrobond.

Nedlukning medførte stort tilbageslag i 2. kvartal

I langt de fleste lande er faldet i aktiviteten relateret til perioden marts til maj, hvor økonomien var præget af udbudsrestriktioner og begrænsede forbrugsmuligheder. Det var således ikke overraskende, at faldet i BNP blev historisk stort i 2. kvartal i mange lande, jf. figur 14. Det var især drevet af, at det private forbrug faldt betydeligt i forbindelse med nedlukningen.

I euroområdet faldt BNP knap 12 pct. efter et fald på knap 4 pct. i 1. kvartal. Blandt de store eurolande har det samlede fald i BNP i 1. halvår været særligt stort i Frankrig, Italien og Spanien, mens tilbageslaget har været mindre i Tyskland og Holland.

Også i USA faldt BNP kraftigt i 2. kvartal, mens Kina til gengæld så stor fremgang efter et historisk stort tilbageslag i 1. kvartal. Kinas fremgang afspejler, at

⁷ Estimat fra World Travel and Tourism Council, der dækker over både direkte og indirekte bidrag til BNP (følgeerhverv).

de begyndte genopretningen tidligere end andre lande som følge af forskelle i smitteudviklingen.

Aktiviteten er steget efter global nedlukning

I de fleste lande er aktiviteten steget betydeligt i takt med den gradvise genåbning af økonomien. Særligt i Kina har der været fremgang i industriproduktionen, da fabrikkerne kunne genåbne allerede i begyndelsen af året. Niveaulet er nu stort set tilbage til det samme som før udbruddet af coronavirus. Detailsalget er også steget gradvist i takt med genåbningen, men er stadig noget lavere end tidligere.

I euroområdet og USA er industriproduktionen også steget, i takt med at restriktionerne er blevet lempet, men i euroområdet lå den i juli stadig ca. 7 pct. under niveauet i begyndelsen af året. I USA var industriproduktionen i august ligeledes ca. 7 pct. lavere end i begyndelsen af året. Omvendt er detailsalget i begge økonomier hurtigt vendt tilbage til niveauerne før nedlukningen.

Tillidsindikatorerne er steget fra et historisk lavpunkt i april og peger på, at fremgangen i økonomien vil fortsætte, jf. figur 15. I Kina og euroområdet er indikatorerne dog faldet lidt igen hen over sommeren. Det tyder umiddelbart på, at stigningen i aktiviteten fremover vil ske mere gradvist sammenlignet med tiden lige efter genåbningen.

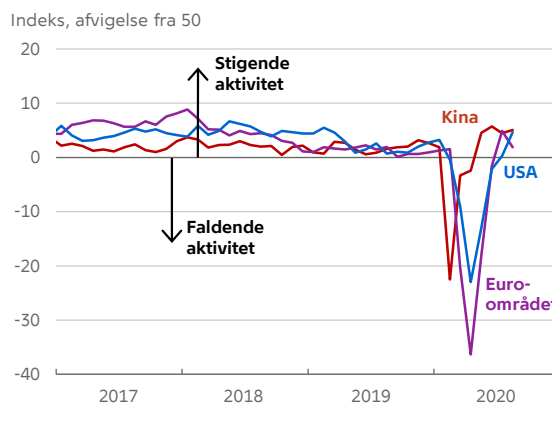
En række realtidsindikatorer, herunder Googles mobilitetsindikator, peger ligeledes på, at stigningen i aktiviteten er taget af. Det gælder fx i USA og Spanien, hvor nye lokale smitteudbrud hen over sommeren formentlig har påvirket udviklingen, jf. figur 16.

Mange vækstøkonomier er fortsat påvirket af høje smittetal

Udviklingen i mange vækstøkonomier er fortsat påvirket af nationale foranstaltninger for at begrænse smittespredning. I bl.a. Indien og en række sydamerikanske lande steg antallet af nye smittede hen over sommeren. Det har betydet, at foranstaltningerne til at begrænse smitten er blevet udvidet eller forlænget flere steder. Derudover er mange af landene ramt af lavere efterspørgsel udefra. Det skyldes ikke mindst, at coronavirus har medført et stort negativt stød til den internationale turisme. Kombinationen af lavere indtægter og højere sundhedsmkostninger har betydet, at en lang række lande har ansøgt om nødfinansiering hos IMF, jf. boks 2.

Erhvervstilliden peger igen på stigende aktivitet

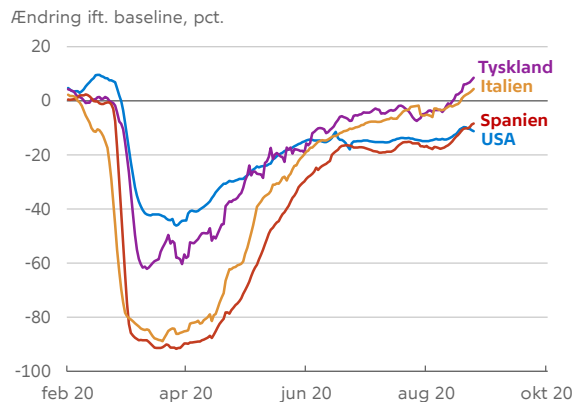
Figur 15



Anm.: Purchasing Managers' Index for hele økonomien (PMI composite).
 Kilde: Macrobond.

Googles mobilitetsindikator peger på, at stigningen i aktiviteten er taget af

Figur 16



Anm.: Googles mobilitetsindikator angiver antallet af besøg og besøgstiden i forhold til en baseline-periode (3. januar til 6. februar). Figuren viser udviklingen i kategorien "retail and recreation", dvs. i shoppingcentre, butikker, restauranter, forlystelsesparker, museer mv. Figuren viser et 7-dages glidende gennemsnit.
 Kilde: Macrobond og egne beregninger.

IMF's udlån er steget under corona-krisen

Boks 2

Den Internationale Valutafond, IMF, godkendte i foråret en krisepakke for at imødekomme akutte finansieringsbehov i sine medlemslande som følge af corona-krisen. Pakken indeholder midlertidigt større adgang til hurtig nødfinansiering af begrænset størrelse, en ny kortsigtet lånefacilitet og en begrænset gældslempe til de fattigste lande.

Over 100 lande – svarende til over halvdelen af IMF's medlemslande – har kontaktet IMF med forespørgsler om nødfinansiering, udvidelse af eksisterende lån eller nye låneprogrammer. Siden marts har IMF godkendt nødlån til 69 lande til samlet 30 mia. dollar. Desuden er otte nye låneprogrammer/udvidelser af eksisterende lån godkendt til i alt 12 mia. dollar. Det er et historisk stort antal lån på så kort tid.

IMF godkendte desuden tre forebyggende lånefaciliteter (flexible credit lines) på i alt 47 mia. dollar i maj. Kreditlinjerne giver lande med stærke økonomier mulighed for at låne i tilfælde af betalingsbalanceproblemer. Der er endnu ikke trukket på de tre kreditlinjer.

IMF oprettede i april en ny kortsigtet lånefacilitet (short-term liquidity line) for lande med sunde økonomier og politikker, der har brug for hurtig likviditet på grund af moderate betalingsbalanceproblemer. Indtil videre har ingen lande søgt om faciliteten.

For at hjælpe de fattigste lande med hurtig gældslempe reformerede IMF i april sin katastrofefond. I alt har 29 lande fået afskrevet betalinger til IMF i foreløbigt 6 måneder. Beløbene er ganske små og finansieres af donationer fra medlemslande.

IMF har tilstrækkelige ressourcer for nu

Det øgede udlån under corona-krisen optager kun en lille del af IMF's samlede udlånskapacitet på omtrent 1.000 mia. dollar. Ved udgangen af juli var ca. 24 pct. af IMF's udlånskapacitet bundet i lånetilsagn, jf. figur A. Størstedelen af disse er bundet til et begrænset antal lande, jf. figur B.

En særlig udfordring er dog IMF's fond, der giver subsidierede lån til de fattigste lande (Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT). Fondens udlån er steget kraftigt siden marts, mens subsidieressourcerne, der betaler for det lempelige element i udlånene, er begrænsede. IMF's stab arbejder på et forslag til at løse problemet.

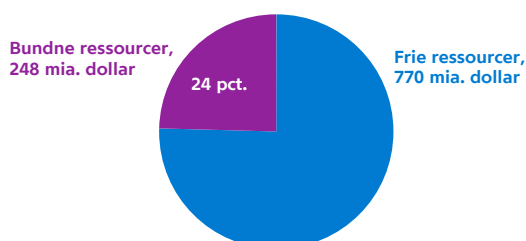
Den usikre globale økonomiske situation og de nedadrettede risici gør det sandsynligt, at større og mere længerevarende låneprogrammer vil blive efterspurgt i den kommende tid.

IMF's nødlån i forbindelse med corona-krisen har en højere risiko end IMF's normale låneprogrammer, da deres lånebetingelser er begrænsede. Omvendt er størrelserne på lånene relativt små. IMF er de facto en "preferred creditor", dvs. at IMF får tilgodeset sine fordringer før andre kreditorer, hvis et låntagende land ikke kan overholde sine gældsforpligtelser. Historisk har IMF aldrig lidt tab på sine udlån.

Danmarks lånetilsagn til IMF er 84 mia. kr. Derudover har Nationalbanken givet lånetilsagn til IMF's PRGT-fond på 4,4 mia. kr.

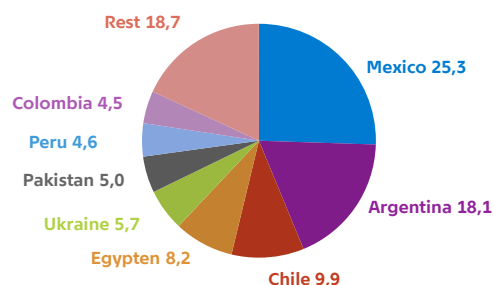
Figur A
IMF's udlånskapacitet kan håndtere efterspørgslen

GRA-ressourcer, mia. dollar (i alt 1.019 mia. dollar)



Figur B
Størstedelen af IMF's bundne ressourcer går til en lille kreds af lande

Bundne GRA-ressourcer, pct. (i alt 248 mia. dollar)



Anm.: Figur A: Ressourcer i IMF's General Resource Account, GRA, pr. 31. juli 2020. PRGT-ressourcer indgår ikke. Figur B: Inkluderer lånetilsagn, der ikke er trukket på. Lånetilsagnene til Mexico, Chile, Peru og Colombia er forebyggende, og der er endnu ikke trukket på dem.

Kilde: IMF og egne beregninger.

Verdenshandlen er steget igen efter stort fald i foråret

I juni steg verdenshandlen efter et stort fald på i alt 15 pct. i årets første fem måneder, jf. figur 17. Verdenshandlen er dog stadig ca. 9 pct. lavere end i begyndelsen af året. Verdenshandlen faldt i løbet af foråret, bl.a. som følge af produktionsbegrænsninger, der har bidraget til eksportnedgang i flere lande. Under nedlukningen faldt især handlen med biler, maskiner og brændstof.

Flere ledende indikatorer peger på, at verdenshandlen vil stige yderligere i den kommende tid. En strukturel omstilling i de globale værdikæder eller en eskalering af handelspolitiske spændinger kan imidlertid betyde, at verdenshandlen forbliver på et lavere niveau fremover. På baggrund af pandemien er der fx risiko for, at nogle lande går i en mere protektionistisk retning, eller at nogle virksomheder fremover vil foretrække at have mere kontrol med de kritiske dele af forsyningskæden.

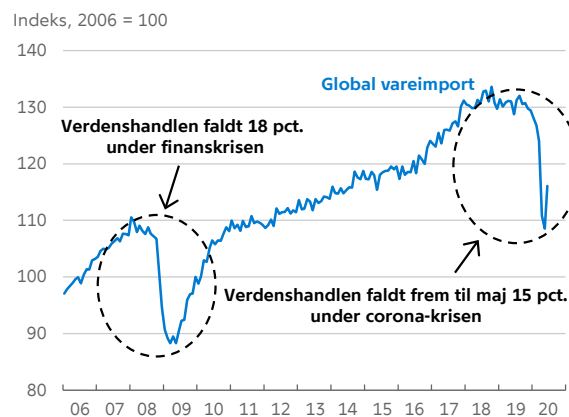
Det private forbrug er steget i takt med gradvis genåbning

I både euroområdet og USA var faldet i BNP primært drevet af et betydeligt fald i det private forbrug på baggrund af begrænsede forbrugsmuligheder og faldende forbrugertillid. Faldet i det private forbrug har i stedet ført til højere opsparing, hvilket skal ses i sammenhæng med, at husholdningernes indkomster er blevet delvist beskyttet af målrettede hjælpepakker fra staten. I USA steg opsparingskvoten til ca. 34 pct. i april, men er efterfølgende faldet til ca. 18 pct., hvilket dog stadig er over dobbelt så højt som det gennemsnitlige niveau fra 2010-19.

Højere privat opsparing har skabt gode betingelser for en hurtig stigning i det private forbrug i takt med genåbningen. Det kommer på baggrund af, at genåbningen af bl.a. shoppingcentre, restauranter, frisører og kulturinstitutioner har betydet, at forbrugsmulighederne gradvist er vendt tilbage. Det har som nævnt afspejlet sig i detailsalget, jf. figur 18. Nye smitteudbrud giver imidlertid fortsat anledning til høj usikkerhed og påvirker forbrugertilliden negativt, hvilket kan medvirke til mere træg fremgang i forbruget og fastholde opsparingen på et højere niveau end normalt. I USA kan udløbet af den midlertidigt højere ledighedsunderstøttelse ved udgangen af juli desuden få negativ indvirkning på forbruget.

Verdenshandlen er på vej op efter stort fald

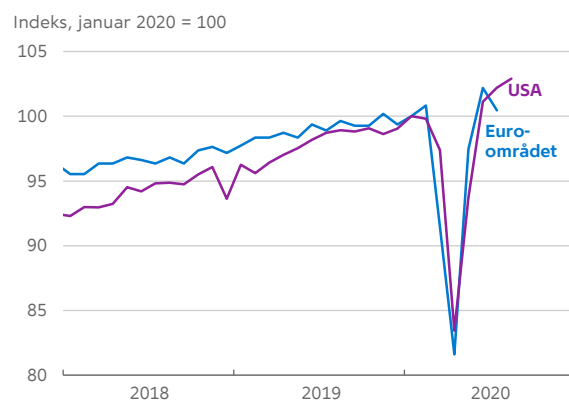
Figur 17



Anm.: Vareimport i mængder. Verdenshandlen faldt 7 måneder i træk efter finanskrisen og 5 måneder under corona-krisen.
Kilde: Macrobond.

Detailsalget er vendt hurtigt tilbage efter genåbningen

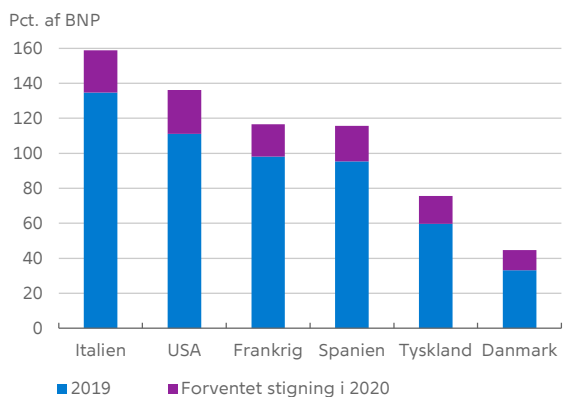
Figur 18



Anm.: Detailsalg ekskl. motorkøretøjer og brændstof.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Den offentlige gæld vil vokse betydeligt i 2020

Figur 19



Anm.: Offentlig bruttogæld.
Kilde: Europa-Kommissionen.

Tilbageslaget har medført store træk på de offentlige finanser

Siden den globale nedlukning i marts er der gennemført ekstraordinært store finanspolitiske hjælpepakker for at begrænse tilbageslaget i økonomien. Det har bidraget til at undgå konkurser blandt virksomheder og har understøttet beskæftigelsen. Også på EU-niveau er der gennemført en række tiltag, senest en europæisk genopretningspakke med henblik på at understøtte økonomierne i nogle af de hårdest ramte lande, jf. boks 3. Kombinationen af et historisk stort økonomisk tilbageslag og omfattende hjælpepakker har medført store træk på de offentlige finanser. Ifølge Europa-Kommissionen ventes det samlede underskud i EU at vokse fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 8,3 pct. af BNP i 2020, herunder ventes særligt store underskud i Italien og Spanien på over 10 pct. af BNP. I stort set alle lande ventes den offentlige gæld således at stige betydeligt i 2020 – i nogle lande med over 20 procentpoint, jf. figur 19.

Ifølge EU's finanspolitiske regler (Stabilitets- og vækstpakten) må den offentlige bruttogæld i EU's medlemslande som udgangspunkt maksimalt være 60 pct. af BNP, og underskuddet på de offentlige finanser maksimalt 3 pct. af BNP. Europa-Kommissionen har dog meddelt, at der i 2020 og 2021 ses bort fra reglerne for at give rum til automatiske stabilisatorer og finanspolitiske stimuli. På sigt kan der dog blive behov for finanspolitiske stramninger for at undgå, at den offentlige gæld vokser uholdbart.

Ny stor genopretningspakke skal understøtte EU's økonomi i de kommende år

Boks 3

På et ekstraordinært EU-topmøde i juli blev EU's stats- og regeringschefer enige om en genopretningspakke med henblik på at undgå et langvarigt økonomisk tilbageslag som følge af corona-krisen. Genopretningspakken har en samlet ramme på 750 mia. euro (5,4 pct. af EU's BNP). 390 mia. vil blive givet som tilskud til nogle af de hårdest ramte medlemslande, mens de resterende 360 mia. tilbydes som lån. I forbindelse med aftalen har Europa-Kommissionen fået mandat til at optage lån på de finansielle markeder for 750 mia. euro.

Hovedparten af midlerne fra den nye aftale vil blive kanaliseret igennem en ny genopretningsfacilitet. Ifølge aftalen sigtes der efter, at 70 pct. af tilskuddene fordeles i 2021 og 2022, mens de resterende 30 pct. ventes at blive fordelt i 2023. Fordelingen af tilskuddene vil bl.a. basere sig på landenes BNP-fald i 2020 og 2021. Der er dog endnu ikke fuld klarhed om, hvornår medlemslandene kan få udbetalt midler fra den nye facilitet.

Ud over tilskuddene giver de 360 mia. euro, der tilbydes som lån, mulighed for billig finansiering af de øgede udgifter relateret til coronavirus. Hvert medlemsland kan maksimalt låne op til 6,8 pct. af sin bruttonationalindkomst, BNI, og lånene skal tilbagebetales inden udgangen af 2058.

Som betingelse for at modtage midler fra den nye genopretningsfacilitet skal medlemslandene udarbejde nationale genopretningsplaner, der indeholder en oversigt over planlagte reformer og offentlige investeringer i de kommende år. Planerne skal være i overensstemmelse med de landespecifikke anbefalinger under det europæiske semester, og ansøgerlandet skal bl.a. kunne dokumentere planer om øgede investeringer inden for digitalisering. Derudover skal en betydelig del af midlerne øremærkes den grønne omstilling. Rådet godkender genopretningsplanerne, efter at Europa-Kommissionen har vurderet dem. Midlerne vil blive udbetalt løbende, i takt med at medlemslandene efterlever deres genopretningsplaner og gennemfører de aftalte reformer.

Aftalen om EU's genopretningspakke skal forhandles endeligt på plads med Europa-Parlamentet og godkendes i de nationale parlamenter i løbet af efteråret. Den forventes at være operationel fra 2021.

I forbindelse med hjælpepakkerne har en række stater også stillet store garantier for bankers udlån til hårdt ramte virksomheder. Det betyder, at staten har påtaget sig en større kreditrisiko over for den private sektor. Hvis det aktuelle tilbageslag fører til en stor stigning i virksomhedskonkurser, kan det derfor påføre den offentlige sektor yderligere omkostninger.

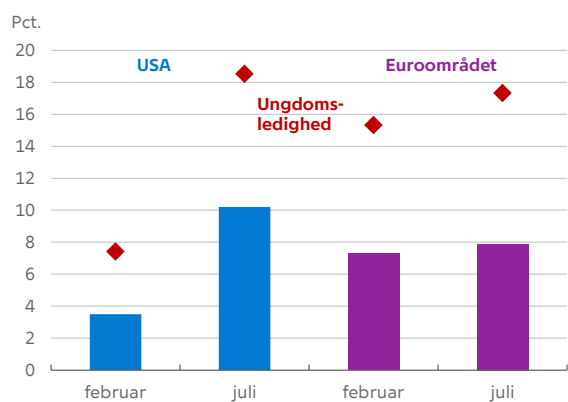
Nedlukningen har sat store aftryk på arbejdsmarkedene

Nedlukningen har medført en markant forværring af situationen på arbejdsmarkedene. I USA steg ledigheden fra 3,5 pct. i februar til 14,7 pct. i maj, men er efterfølgende faldet til 8,4 pct. i august. I de seneste måneder er beskæftigelsen steget i bl.a. restauranter, barer og cafeer, hvor medarbejdere i høj grad blev midlertidigt afskediget under nedlukningen. Det er især medarbejdere, der har været midlertidigt opsagt, der er vendt tilbage til jobbet, og antallet af midlertidigt ledige er således halveret siden april. I august var over 6 mio. amerikanere dog stadig registreret som midlertidigt ledige.

I euroområdet er ledigheden steget fra 7,2 pct. i marts til 7,9 pct. i juli. Stigningen har således været begrænset sammenlignet med faldet i BNP. Det skal ses i sammenhæng med, at nationale lønkompen-sationsordninger har bidraget til at fastholde medarbejdere i beskæftigelse. Mange har i stedet fået ned-sat arbejdstiden som fx i Spanien og Tyskland, hvor den samlede arbejdstid faldt henholdsvis 21 pct. og 15 pct. i 2. kvartal. I Tyskland svarer nedsættelsen i arbejdstiden til ca. 7 mio. job (ca. 16 pct. af arbejdsstyrken) baseret på den gennemsnitlige arbejdstid i 2019. Den Europæiske Centralbank, ECB, vurderer, at op til 24 pct. af alle lønmodtagere i Tyskland kan have været på en lønkompen-sationsordning. I Frankrig og Italien kan op mod henholdsvis 47 pct. og 44 pct. af lønmodtagerne have været på en lønkompen-sationsordning.⁸ Disse tal peger på, at ledigheden ville være en del højere uden disse ordninger.

Nogle befolkningsgrupper er blevet mere påvirket af den lavere efterspørgsel efter arbejdskraft end andre. I både USA og euroområdet er ledigheden blandt unge fx steget relativt mere end den samle-

Højere ledighed har især ramt de unge Figur 20



Kilde: Macrobond.

de ledighed, jf. figur 20. I USA er ledigheden blandt unge under 25 år fx mere end fordoblet siden marts og lå i juli på 18,5 pct. I euroområdet er ledigheden blandt unge steget mest i Spanien, hvor ledigheden nu igen er ca. 40 pct., som også var niveauet under finanskrisen.

Forventningen om tiltagende aktivitet taler for, at beskæftigelsen vil stige i den kommende tid. Omvendt kan udfasning af hjælpepakker og lønkompen-sationsordninger føre til en stigning i ledigheden. Det gælder særligt i euroområdet, hvor effekten af nedlukning kan komme med forsinkelse. Ledigheden kan også stige, hvis virksomhedernes midlertidige likviditetsudfordringer fører til solvensproblemer og konkurser. Samlet set forventer Europa-Kommissionen, at ledigheden i euroområdet vil stige til 9,6 pct. i 2020.

På baggrund af højere ledighed ventes lønpresset at forblive meget afdæmpet i den kommende tid.

Inflationen er fortsat markant lavere end op til udbruddet af coronavirus

I euroområdet faldt inflationen, målt ved stigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisin-

⁸ Se da Silva, Dossche, Dreher, Foroni og Koester, Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income, ECB Economic Bulletin, nr. 4, juni 2020.

deks, HICP, til -0,2 pct. i august fra 0,4 pct. i juli. Således blev de prisstigninger, som fulgte genåbningen af økonomierne i juni og juli, mere end reverseret i august, jf. figur 21. I august blev inflationen primært trukket ned af oliepriserne, om end det negative bidrag herfra er blevet mindre, i takt med at olieprisen er steget. Mindre prisstigninger på fødevarer bidrog også til at trække inflationen ned efter markante stigninger i fødevarerpriserne i foråret. En analyse fra ECB⁹ indikerer, at en del af stigningen i fødevarerpriserne i marts både skyldes ændrede forbrugsmønstre som fx hamstring og et mere begrænset udbud af fødevarer samt stigende omkostninger til hygiejneforanstaltninger i butikkerne.

Kerneinflationen, dvs. forbrugerprisinflationen renset for energi, fødevarer, alkohol og tobak, faldt i august til 0,4 pct.

Foruden det negative bidrag fra energipriserne faldt servicepriserne også – drevet af nedgang på både udbuds- og efterspørgselsiden. En del af faldet i august må forventes at være forbigående, idet de store årlige sommerudsalg i Frankrig, Italien og Belgien i år blev udskudt til august og dermed har trukket priserne nedad. I Tyskland bidrog den midlertidige nedsættelse af momsens desuden til, at inflationen (HICP) i Tyskland samlet set faldt til -0,1 pct. i august fra 0,8 pct. i juni.

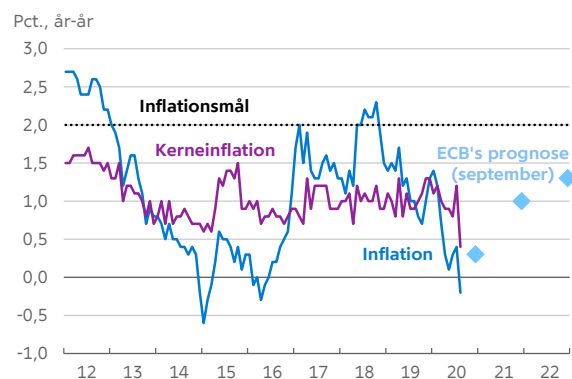
ECB forventer i sin seneste prognose fra september, at inflationen forbliver meget lav i 2020 og derefter stiger gradvist til 1,3 pct. frem til 2022.

I USA var den årlige stigning i forbrugerpriserne, målt ved stigningstakten i privatforbrugsdeflatoren, PCE, 1,0 pct. i juli, jf. figur 22. Inflationen dæmpes bl.a. af de lave energipriser. Federal Reserve, Fed, forventer i sin seneste prognose fra september, at inflationen vil stige til 2 pct. i løbet af de kommende år.

De markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet og USA er steget siden slutningen af maj og nåede ved udgangen af august omtrent samme niveau som før udbruddet af coronavirus. Dermed er den forventede inflation i USA nu over inflationsmålet på 2 pct., mens den i euroområdet stadig er noget under, jf. figur 23. De markedsbaserede forventninger

Udsigt til lav men gradvist stigende inflation i euroområdet

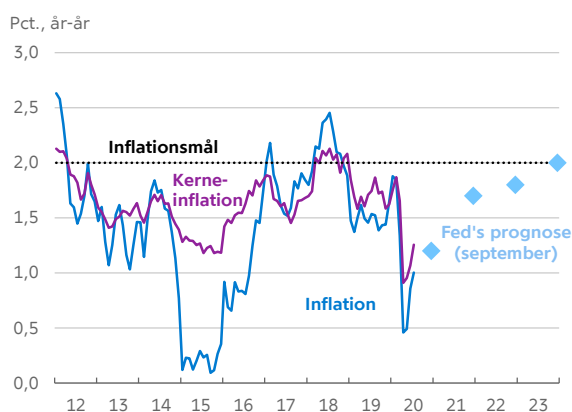
Figur 21



Kilde: Macrobond og ECB.

Inflationen er steget lidt i USA efter stort fald

Figur 22



Kilde: Macrobond og Federal Reserve.

9 Se Ieva Rubene, Recent developments in euro food prices, *ECB Economic Bulletin*, nr. 5, juli 2020.

afspejler ikke kun markedernes forventninger til den fremtidige inflation, men kan også være påvirket af likviditetspræmier på de papirer, der bruges i beregningen.

Udsigt til gradvist stigende aktivitet omgivet af stor usikkerhed

De internationale organisationer forventer, at fremgangen i den globale økonomi fortsætter i den kommende tid. I sin seneste prognose fra september har OECD opjusteret væksten for global økonomi i 2020 siden prognosen i juni. Det skyldes bl.a., at der ventes et mindre fald i BNP i USA end tidligere, og at der nu er udsigt til positiv vækst i Kina i 2020. Genopretningen af aktiviteten vil dog ske gradvist, og vækstudsigterne er forbundet med ekstraordinært stor usikkerhed på grund af smitteudviklingen, jf. afsnittet *Stor usikkerhed om pandemiens fremtidige effekt og varighed*. Ved udgangen af 2021 vil BNP-niveauet i mange lande stadig være lavere end i slutningen af 2019 – og en del lavere end det, der var forventet før udbruddet af coronavirus, jf. figur 24.

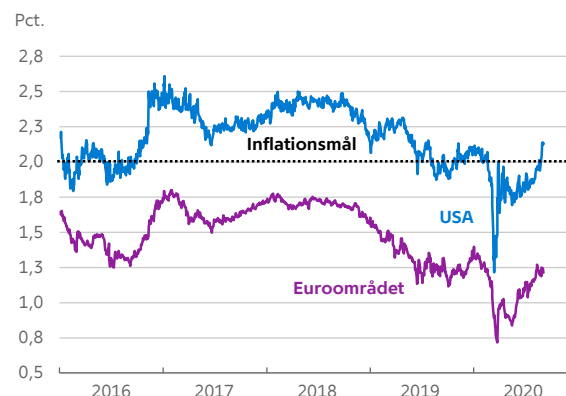
Ud over pandemien er der risiko for, at nye politiske spændinger mellem USA og Kina kan føre til en ny eskalering af handelskonflikten. Det kan få stor betydning for international handel og økonomisk vækst, hvis lande går i en mere protektionistisk retning på baggrund af pandemien. Det er derfor afgørende at fastholde og bakke op om et regelbaseret internationalt samarbejde. I den forbindelse er der fortsat ingen afklaring vedrørende de fremtidige handelsrelationer mellem EU og Storbritannien, når transitionsperioden udløber ved udgangen af året. Det skaber lige nu usikkerhed for virksomhederne. En hård overgang til nye handelsvilkår ved årsskiftet vil få negative konsekvenser for økonomien – særligt i Storbritannien.

Centralbankernes balancer vokser som følge af forårets omfattende pengepolitiske tiltag

I de seneste par måneder har centralbankerne overordnet set fastholdt den pengepolitiske linje fra foråret, hvor en lang række ekstraordinære tiltag blev annonceret. Ved de seneste pengepolitiske møder har både Fed, ECB, Bank of England, Sveriges Riksbank og Norges Bank fastholdt renterne. Ifølge markedsforsventningerne vil de pengepolitiske renter i USA og euroområdet forblive stort set uændrede i de kommende år.

Inflationsforventningerne er tilbage på niveauet før udbruddet af coronavirus

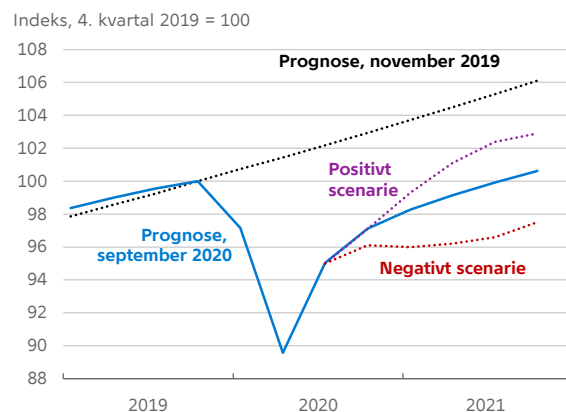
Figur 23



Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger er baseret på en 5 år-5 år inflationsswap.
Kilde: Bloomberg.

Udsigt til gradvis genopretning i de kommende år

Figur 24



Anm.: OECD's prognose for udviklingen i globalt BNP (faste priser).
Kilde: OECD Interim Economic Assessment, september 2020.

Fed har opdateret den pengepolitiske strategi

Boks 4

I forbindelse med det årlige Jackson Hole-symposium annoncerede formanden for Federal Open Market Committee, FOMC, Jerome Powell, en opdatering af Fed's erklæring om den pengepolitiske strategi. Erklæringen beskriver, hvordan Fed fortolker det pengepolitiske mandat, og den beskriver de rammer, som Fed vurderer, er bedst egnede til at opnå målene om maksimal beskæftigelse og prisstabilitet.

Erklæringen fastholder, at det langsigtede inflationsmål er 2 pct., men ordlyden er ændret, så Fed nu skal opnå, at inflationen i gennemsnit over en periode er 2 pct. Det betyder, at hvis inflationen i perioder har ligget under 2 pct., skal den i perioder også ligge over 2 pct.

Erklæringen blev også ændret med hensyn til målsætningen om maksimal beskæftigelse. Det fremgår nu eksplicit, at målet er bredt funderet og inkluderende, hvilket refererer til vigtigheden af stærke arbejdsmarkeder – særligt hvad angår lav- og middelindkomst-segmenterne. Derudover er ordlyden omkring afvigelse fra maksimal beskæftigelse også ændret, så den i højere grad afspejler, at beskæftigelsen kan være over det estimerede maksimum, uden at det medfører uønskede stigninger i inflationen.

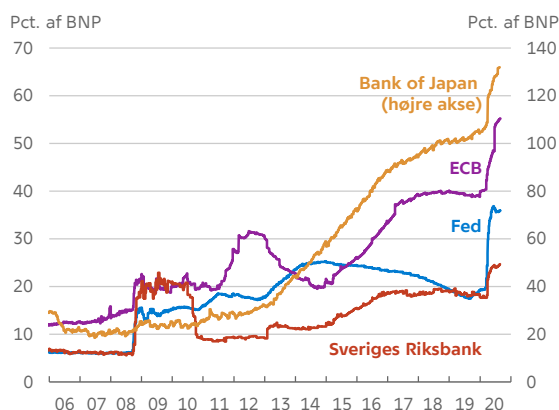
Endelig blev der i erklæringen tilføjet en passage om udfordringerne for pengepolitikken i et lavrentemiljø.

Opdateringen af erklæringen er hovedresultatet af den evaluering af det pengepolitiske grundlag, som Fed igangsatte i 2018. Evalueringen omfatter både den pengepolitiske strategi, værktøjerne og kommunikationen omkring pengepolitikken. Evalueringen er den første, hvor offentligheden er blevet inddraget, så eksperter, borgere og organisationer er blevet konsulteret. Fed's hensigt er fremadrettet at evaluere pengepolitikken ca. hvert femte år.

I slutningen af juli annoncerede Fed dog en forlængelse af de ekstraordinære lånefaciliteter¹⁰, som blev implementeret i foråret. Faciliteterne stod til at udløbe ultimo september men er nu forlænget til udgangen af året. Fed forlængede også de midlertidige dollarswapaftaler med en række centralbanker,

Omfattende pengepolitiske tiltag har øget centralbankernes balancer

Figur 25



Kilde: Macrobond.

herunder Danmarks Nationalbank, til ultimo marts 2021. I slutningen af august annoncerede Fed endvidere en ændring i den pengepolitiske strategi, jf. boks 4.

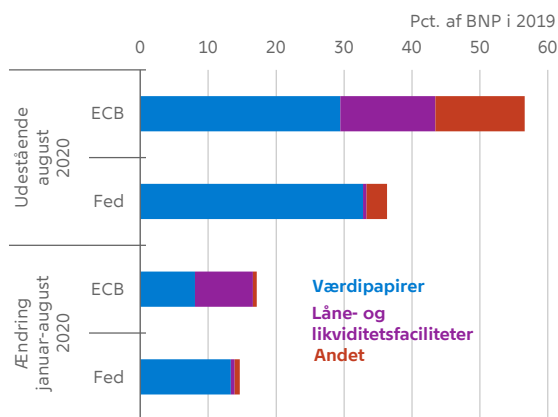
Sveriges Riksbank udvidede i begyndelsen af juli sit opkøbsprogram fra 300 til 500 mia. svenske kroner. Programmet blev samtidig udvidet til også at omfatte opkøb af virksomhedsobligationer. Derudover blev vilkårene på de ekstraordinære markedsoperationer lempet.

De pengepolitiske tiltag, der blev gennemført i foråret, har øget centralbankernes balancer væsentligt, jf. figur 25. Målt som en andel af BNP er forøgelsen af Fed's og ECB's balancer i nogenlunde samme størrelsesorden, jf. figur 26. Sammensætningen er dog forskellig. Fed har især opkøbt aktiver, mens ECB i højere grad har anvendt låne- og likviditetsforanstaltninger. Forskellene afspejler bl.a., at økonomien i euroområdet i højere grad bygger på bankfinansiering, mens den i USA primært bygger på markedsfinansiering via bl.a. virksomhedsobligationer.

10 Forlængelsen omfatter følgende faciliteter: Primary Dealer Credit Facility, Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, Primary Market Corporate Credit Facility, Secondary Market Corporate Credit Facility, Term Asset-Backed Securities Loan Facility, Paycheck Protection Program Liquidity Facility og Main Street Lending Program.

Forårets pengepolitiske tiltag i euroområdet og USA har været i nogenlunde samme størrelsesorden

Figur 26



Anm.: Opgjort 28. august for ECB og 25. august for Fed. "Andet" omfatter alle øvrige aktiver på centralbankernes balancer som fx guldbeholdning og fordringer på udlandet.
Kilde: ECB, Fed og Macrobond.

Bulgarien og Kroatien i ERMII

I juli blev Bulgarien og Kroatien en del af det europæiske valutasamarbejde, ERMII, som Danmark også deltager i. Begge de nye lande indtræder også i det styrkede banksamarbejde (bankunionen). For at kvalificere sig til at blive en del af euroområdet skal landene have deltaget i ERMII i minimum to år uden betydeligt pres på deres valutaer og uden at devaluere.

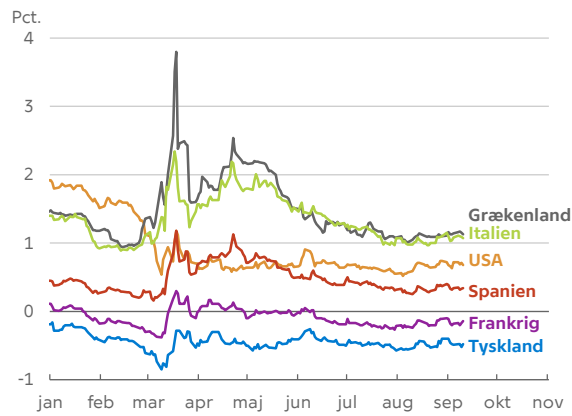
Statsrenterne er faldet en smule

Statsobligationsrenterne har været svagt faldende hen over sommeren, jf. figur 27. I begyndelsen af juni faldt renterne en smule, da ECB annoncerede udvidelsen af opkøbsprogrammet Pandemic Emergency Purchasing Programme, PEPP, og Fed annoncerede sin forventning om, at den pengepolitiske rente ville forblive tæt på nul i en betydelig periode.

For italienske og græske obligationer er rentespændet til Tyskland indsnævret en smule i samme periode. ECB peger på, at opkøb under PEPP har spillet en væsentlig rolle. Flexibiliteten i opkøbsprogrammet har bl.a. betydet, at ECB løbende har kunnet tilpasse landefordelingen i sit opkøb af statsobligationer. I takt med at markedsforholdene blev bedre hen over sommeren, er der fx blevet opkøbt relativt færre italienske papirer i juni-juli sammenlignet med marts-maj, jf. figur 28. Derudover har opkøbene i store træk fulgt kapitalnøglen.

Statsrenterne er faldet svagt de seneste måneder

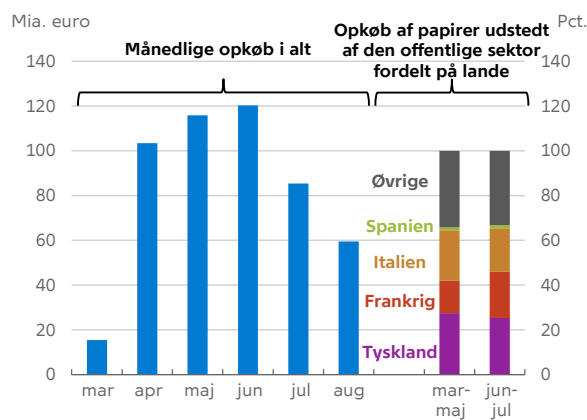
Figur 27



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter i 2020.
Kilde: Macrobond.

PEPP giver ECB fleksibilitet til at tilpasse sit opkøb af statsobligationer

Figur 28



Kilde: ECB og egne beregninger.

Betydelige forskelle i udlån til virksomheder

I euroområdet og Sverige steg virksomhedernes låntagning via banker og andre finansielle institutioner markant i foråret. Udviklingen i euroområdet dækker dog over vidt forskellige tendenser på tværs af landene. Mens vækstraten i lån steg betydeligt i Spanien, Grækenland, Frankrig, Italien og Portugal, var den stort set uændret i lande som Tyskland og Holland.

Forskellene på tværs af landene – også uden for euroområdet – kan bl.a. tilskrives forskelle i det øko-

nomiske tilbageslag, jf. figur 29. Virksomhedernes polstring forud for corona-udbruddet har dog også spillet en rolle ligesom størrelsen og udformningen af de penge- og finanspolitiske tiltag, der har skullet imødekomme virksomhedernes likviditetsbehov.

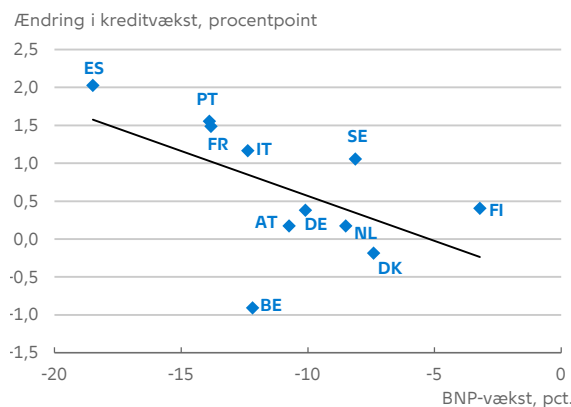
Aktiemarkederne er fortsat med at stige

Aktiemarkederne er steget støt siden det markante og abrupte fald fra slutningen af februar til tredje uge i marts. Således er det tabte nu mere end indhentet i USA, Kina og Danmark. I løbet af september er aktiepriserne i USA og Kina dog faldet lidt igen. I euroområdet er det toneangivende aktieindeks endnu ikke på niveau med før corona-udbruddet, jf. figur 30. Den hurtige vending og indhentningen af det tabte terræn på aktiemarkederne står i kontrast til udviklingen i realøkonomien, hvor genopretningen går langsommere.

En del af forskellen i udviklingen på aktiemarkederne og i realøkonomien afspejler sammensætningen af aktieindeksene. I de lande, hvor aktiemarkederne er vokset mest, opererer en stor del af virksomhederne inden for teknologi og sundhed, som begge er sektorer, der har klaret sig godt gennem krisen. I USA er stigningen desuden drevet af nogle få selskaber som fx Apple og Amazon. Dermed er udviklingen på aktiemarkederne ikke nødvendigvis repræsentativ for udviklingen i hele økonomien.

Lande, der har oplevet de største økonomiske tilbageslag, har øget långivningen til erhverv mest

Figur 29

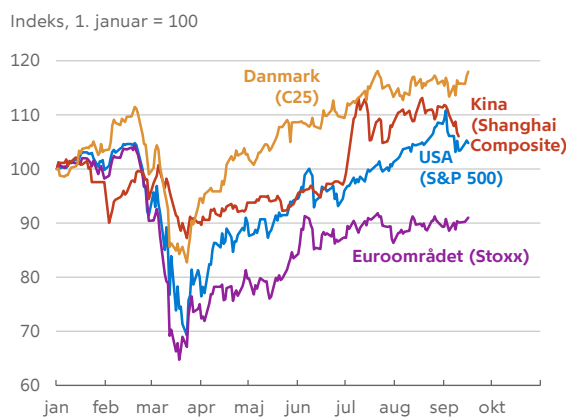


Anm.: Ændring i månedlig kreditvækst siden marts og kvartalsvis ændring i BNP i 2. kvartal 2020.

Kilde: Macrobond.

Aktiemarkederne i USA, Kina og Danmark har lagt corona bag sig

Figur 30



Anm.: Udviklingen i de toneangivende aktiemarkedsindeks i 2020.

Kilde: Macrobond.

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 2. kvartal 2020. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 11. september 2020. Den seneste revision af betalingsbalancen over for udlandet er ikke indarbejdet i det seneste kvartalsvise nationalregnskab og indgår derfor ikke i datagrundlaget for prognosen. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive -9,4 pct. i 2020, 6,6 pct. i 2021 og 6,0 i 2022. Faldet i 2020 er lidt større end hidtil forudsat (henholdsvis -0,8 procentpoint i 2020 og 0,6 procentpoint i 2021), hvilket afspejler de seneste prognoser fra OECD, IMF, Europa-Kommissionen og den Europæiske Centralbank. Nedjusteringen afspejler et større tilbageslag i 2020, mens den lidt højere vækst i 2021 skal ses i lyset af det svagere udgangspunkt.

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. Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at falde til 0,3 pct. i 2020 og herefter forblive omtrent uændret gennem prognoseperioden.

Den effektive kronekurs og dollarkursen er steget over de seneste måneder. I fremskrivningen antages den effektive kronekurs og dollarkursen at holde sig konstant på nuværende niveau.

I midten af september 2020 lå olieprisen omkring 40 dollar pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, som stiger gradvist til knap 47 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, august 2020* og *Opdateret 2025-forløb, august 2020*.

Det reale offentlige forbrug antages at stige 1,3 pct. i år, 1,5 pct. i 2021 og 0,8 pct. i 2022. De offentlige investeringer antages at stige 7,9 pct. i 2020, 3,3 pct. i 2021 og 2,6 pct. i 2022, jf. tabel 1.

Den forventede tilbagebetaling af ejendomsskatter antages at øge husholdningernes disponible indkomst og er fordelt over den resterende del af prognoseperioden fra og med 1. halvår 2021. Reserverne til stimulustiltag mv. på finanslovforslaget for 2021 er indlagt som en kapitaloverførsel til husholdningerne og har alene indvirkning på den offentlige saldo og har dermed ingen forbrugseffekt.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er opjusteret med 0,5 procentpoint i år i forhold til seneste prognose, men nedjusteret med 0,6 procentpoint i 2021. Opjusteringen i 2020 skal ses i lyset af et lidt mindre tilbageslag i 2. kvartal 2020 end skønnet, samt at indikatorer for indenlandsk efterspørgsel tyder på en kraftigere genopretning i 3. kvartal 2020. Valutakursudvikling og eksportmarkedsvækst trækker derimod lidt ned i skønnet, jf. tabel 2. Niveauet for aktiviteten i 2021 er omtrent uændret i forhold til juniprognosen, og den lavere vækstrate skal ses i lyset af det opjusterede sammenligningsgrundlag.

Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er lidt højere i 2020, men omtrent uændret gennem resten af prognoseperioden sammenlignet med seneste prognose. Opjusteringen af 2020 skal hovedsageligt ses i lyset af lidt højere prisudvikling end skønnet hen over sommeren.

Øversigt over prognosens antagelser

Tabel 1

	2018	2019	2020	2021	2022
International økonomi:					
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	3,4	2,4	-9,4	6,6	6,0
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	2,9	0,7	2,1	2,2	1,8
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	2,7	2,4	1,9	1,8	2,4
Finansielle forhold mv.:					
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,5	-0,6	-0,6	-0,5	-0,5
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,7	0,5	0,3	0,3	0,4
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	103,6	103,0	104,2	105,4	105,4
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,3	6,7	6,5	6,3	6,3
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	70,9	64,4	40,6	43,1	46,1
Finanspolitik:					
Offentligt forbrug, pct. år-år	0,4	1,2	1,3	1,5	0,8
Offentlige investeringer, pct. år-år	2,0	0,7	7,9	3,3	2,6
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	824	829	830	837	841

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

Ændringer i prognosen

Tabel 2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Prognose fra marts 2019	-4,1	4,2	1,6	0,2	0,9	1,2
Bidrag til ændret skøn fra:						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Renteudvikling	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,2
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Andre faktorer	0,8	-0,4	0,7	0,1	0,2	0,1
Denne prognose	-3,6	3,6	2,3	0,3	0,9	1,2

Anm.: Afrunding kan betyde, at overgangen fra seneste til nuværende prognose ikke summer. Posten "Andre faktorer" omfatter også datarevisioner.

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
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
22. september 2020



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION