

DANMARKS NATIONALBANK

17. MARTS 2021 — NR. 7

UDSIGTER FOR DANSK ØKONOMI — MARTS 2021

Mulighed for hurtig genopretning, når restriktioner lempes



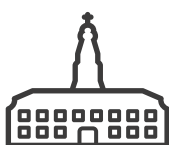
Nye nedlukninger har ramt økonomien

Anden smittebølge og nye nedlukninger har midlertidigt afbrudt genopretningen og medført et nyt stort tab af aktivitet i store dele af dansk og international økonomi hen over vinteren. I andre dele af økonomien er aktiviteten høj, det gælder fx i byggeriet og på boligmarkedet.



Gode forudsætninger for hurtig genopretning

Vaccinationen af befolkningen og genåbningen af samfundet er begyndt. Store opsparinger, udbetalingen af feriepenge og ophobet efterspørgsel giver grobund for en kraftig stigning i aktiviteten, når økonomien i mindre grad begrænses af restriktioner. Aktiviteten ventes samlet set at være genoprettet mod slutningen af 2021.



Regeringen skal være klar med både speeder og bremse

Stor usikkerhed præger fortsat den økonomiske udvikling, der kan blive markant stærkere eller svagere end ventet i prognosen. Det er derfor vigtigt at være klar til at stramme eller lempe den planlagte finanspolitik.

INDHOLD

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

Kort fortalt

GLOBAL ØKONOMI

Stigende smitte og nye restriktioner har medført et nyt fald i global aktivitet hen over vinteren og forsinket genopretningen. Sammenlignet med første smittebølge har restriktionerne i mange lande denne gang været mere målrettede, og den globale aktivitet er derfor mindre påvirket.

DANSK AKTIVITET

Dansk økonomi har været hæmmet af restriktioner, der i vid udstrækning var lige så omfattende som sidste forår. Særligt husholdningernes muligheder for forbrug af serviceydelser begrænses af restriktionerne, mens aktiviteten i produktionserhvervene er mindre berørt.

ARBEJDSMARKED

Den seneste nedlukning af økonomien har ført til nye fald i beskæftigelsen og øget ledigheden og antallet af personer på lønkomensation. Svækkelsen på arbejdsmarkedet er dog væsentlig mere afdæmpet end i foråret 2020.

BOLIGMARKED

Handelsaktiviteten på boligmarkedet er høj. Det har ført til et markant fald i antallet af boliger til salg og en kraftig stigning i boligpriserne. Stigningen er generelt understøttet af lave renter og stigende indkomster, men øget efterspørgsel som følge af pandemien spiller også en rolle. Der er betydelig usikkerhed om den fremtidige udvikling på boligmarkedet, som følges tæt.

VÆKSTUDSIGTER

BNP skønnes at stige med 1,4 pct. i år. Fremgangen holdes nede af det meget lave aktivitetsniveau i årets 1. kvartal. Aktiviteten ventes at tage kraftigt til i løbet af året, efterhånden som befolkningen vaccineres, og økonomien genåbnes. Den samlede aktivitet ventes at være genoprettet mod slutningen af 2021.

RISIKOBILLEDE

Pandemien dominerer fortsat risikobilledet, og prognosen bygger på en række konkrete forudsætninger om genåbningen. Ny smittespredning kan dog forlænge perioden med væsentlige restriktioner. Modsat kan en hurtigere normalisering af forbrugs- og opsparingsmønstre i Danmark og udlandet få aktiviteten til at stige kraftigere end ventet.

Centrale økonomiske størrelser

Realvækst i forhold til året før, pct.	2020	2021	2022	2023
BNP (real), pct.	-3,3	1,4	4,5	2,2
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.981	3.000	3.014	3.035
Ledighed, brutto, 1.000 personer	132	126	121	118
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,3	6,9	6,7	7,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,6	-4,0	-1,3	-0,9
Huspriser ¹ , pct. år-år	4,3	9,7	3,0	2,3
Forbrugerpriser, pct. år-år	0,4	1,1	1,2	1,6
Timeløn ² (industrien), pct. år-år	2,2	2,2	2,5	2,8

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

¹ Nominelle priser på enfamiliehuse.

² Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.



Bred finanspolitisk stimulans er uhensigtsmæssigt, mens der er restriktioner. Det risikerer at øge presset i de dele af økonomien, hvor aktiviteten i forvejen er høj.

Udsigter og økonomisk politik

Nyt midlertidigt fald i aktiviteten

Dansk og international økonomi har igen været ramt af frygt for smitte og hårde restriktioner, der har hæmmet den økonomiske aktivitet hen over vinteren. I Danmark er smitten bragt ned igen, og en gradvis genåbning af samfundet er begyndt. Tidlige indikatorer som kortomsætningen tegner et billede af, at aktiviteten hurtigt tager til, når restriktionerne lempes.

Nedlukningen hen over vinteren har dog medført et markant fald i samlet aktivitet i 1. kvartal 2021. I Danmark har husholdningernes forbrug været begrænset af restriktioner, der langt hen ad vejen var lige så restriktive som i midten af marts sidste år. Kortomsætningen har dog holdt et højere niveau end under den første nedlukning, og ledigheden er kun steget i beskedent omfang, jf. figur 1.

Dansk vareeksport og søtransport har også været mindre berørt sammenlignet med foråret sidste år. Restriktionerne i udlandet har ikke hæmmet udenlandsk produktion og efterspørgsel i samme omfang, som det var tilfældet under den første smittebølge. Der har således fortsat været en generel fremgang i udenlandsk industri og global varehandel under den seneste smittebølge.

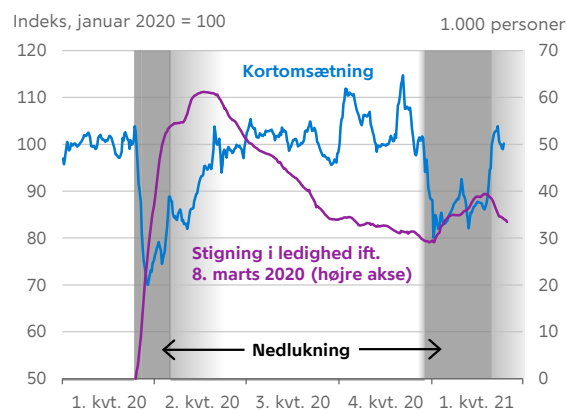
Fremkomsten af virusmutationer forlængede imidlertid nedlukningerne i Danmark og udlandet, og en større del af 1. kvartal har været påvirket af hårde restriktioner, end det var tilfældet under første nedlukning i 2. kvartal 2020. Baseret på en række realtidsindikatorer skønnes BNP at falde med mellem 3,5 og 4 pct. i 1. kvartal 2021.

Økonomien kører i flere hastigheder

Restriktionerne i forbindelse med den seneste smittebølge har ført til en økonomi i flere hastigheder. Det er et mønster, der også ses i mange andre lande. I nogle dele af økonomien er aktiviteten kraftigt hæmmet af restriktioner eller frygt for smitte. Det gælder især inden for turisme og de kontakt-intensive serviceerhverv. Med de hårde restriktioner siden årsskiftet lukkede store dele af detailhandlen også ned, jf. figur 2. I andre dele af økonomien er aktiviteten derimod enten vendt tilbage eller højere, end før pandemien ramte. Det gælder bl.a. supermarkederne, it-branchen og dele

Aktiviteten er mindre påvirket af ny nedlukning, men den er dæmpet i længere tid

Figur 1

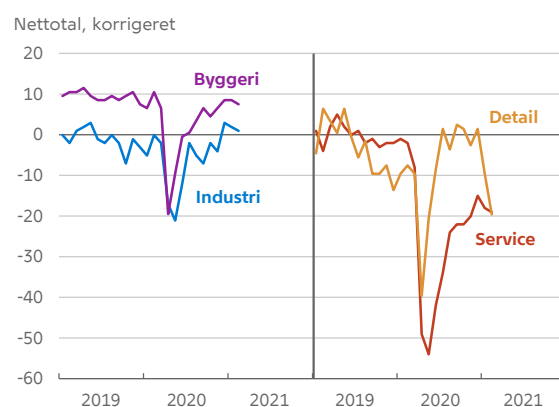


Anm.: Data er sæsonkorrigeret og 7-dages glidende gennemsnit. Kortomsætningen er sæsonkorrigeret ved en regressionsmodel. Antal tilmeldte ledige er sæsonkorrigeret ud fra et forløb baseret på den gennemsnitlige relative udvikling i antal tilmeldte ledige i 2019.

Kilde: Nets Danmark A/S, Styrelsen for Arbejdsmarked og Rekruttering og egne beregninger.

Detail og service er særligt berørt af 2. nedlukning

Figur 2



Anm.: Erhvervenes konjunkturbarometre er skaleret i forhold til deres historiske gennemsnit siden 2000 = 0.

Kilde: Danmarks Statistik, Eurostat og egne beregninger.

af industrien, ligesom også byggeriet oplever en høj efterspørgsel.

Boligmarkedet er også præget af stor efterspørgsel. Her har høj handelsaktivitet ført til et betydeligt fald i antallet af boliger til salg og kraftige prisstigninger på både enfamiliehuse og ejerlejligheder. En tilsvarende udvikling ses i andre lande. I Danmark kan prisstigningerne i vid udstrækning forklares af udviklingen i underliggende forhold, herunder indkomster og renter, og boligbyrden er fortsat lav.

Det asymmetriske aktivitetsniveau på tværs af brancher viser sig også tydeligt på arbejdsmarkedet, hvor beskæftigelsen er lav inden for transport, hoteller, restauranter og kultur. I byggeriet er beskæftigelsen derimod højere end før pandemien, og et stigende antal byggevirksomheder melder om mangel på arbejdskraft.

Gode forudsætninger for, at genopretningen tager fart, når restriktionerne lempes

Aktiviteten steg hurtigt, i takt med at restriktionerne blev fjernet sidste år, og tidlige indikatorer peger i retning af, at det også vil være tilfældet denne gang. Således er kortomsætningen steget betydeligt efter den delvise genåbning i begyndelsen af marts, og der er gode muligheder for, at aktiviteten tager yderligere til, efterhånden som flere restriktioner fjernes.

For det første er flere effektive vacciner blevet godkendt, og vaccinationen af befolkningen er i gang i Danmark og udlandet. Aktuelt forventer de danske myndigheder, at alle danskere, der ønsker en vaccine, vil være vaccineret i løbet af sommeren.

For det andet er de finansielle markeder mindre påvirket af pandemiens anden bølge og de nye restriktioner sammenlignet med foråret 2020. Renterne er fortsat lave, og markederne forventer, at de forbliver lave de kommende år.¹ Det sikrer lave finansieringsomkostninger, hvilket understøtter aktiviteten og en kommende genopretning.

For det tredje har kompensationsordninger og en gunstig udvikling på arbejdsmarkedet det sidste

halve år holdt hånden under husholdningernes indkomster, og deres disponible indkomst er steget. Derudover har en afdæmpet forbrugerprisudvikling bidraget til at styrke husholdningernes købekraft yderligere. Udbetalingen af de sidste ugers feriepenge i løbet af foråret giver yderligere afsæt for, at aktiviteten kan tage til.

For det fjerde er husholdningernes formuer steget. Dels som følge af prisstigninger på både aktie- og boligmarkedet det sidste halve år, dels som følge af at begrænsningerne på husholdningernes forbrugsmuligheder over det seneste år har ført til en stor ufrivillig opsparing.² Med opsparingen kan ophobet efterspørgsel hurtigt omsættes til øget forbrug, når restriktioner og frygt for smitte i mindre grad begrænser økonomien.

Udsigt til hurtig genopretning i løbet af 2021

De kommende måneder ventes aktiviteten at tage til, efterhånden som restriktionerne forventeligt fjernes. I prognosen forudsættes størstedelen af restriktionerne i Danmark at være fjernet i løbet af 2. kvartal, hvor store dele af befolkningen ifølge sundhedsmyndighedernes plan ventes at være vaccineret, og smittespredningen dermed ventes kraftigt reduceret. Det løfter husholdningernes forbrug, og deres opsparings- og forbrugsmønstre ventes at være som før pandemien i løbet af 2022.

Genopretningen på de danske eksportmarkeder ventes derimod at blive mere gradvis, bl.a. som følge af en langsommere vaccineudrulning i udlandet. Det påvirker eksporten og derigennem investeringerne. Dertil skønnes det især at tage tid, før aktiviteten i turismeerhvervene er tilbage på niveauet før pandemien. Genopretningen i den indenlandske efterspørgsel løfter gradvist importen. Da efterspørgslen retter sig hurtigere indenlands end udenlands, ventes overskuddet på betalingsbalancen at falde lidt i år.

Samlet skønnes fremgangen i realt BNP at blive 1,4 pct. i år stigende til 4,5 pct. i 2022 og 2,2 pct. i 2023. Prognosen indebærer, at samlet aktivitet er tilbage på niveauet før pandemien mod udgangen

¹ Se Danmarks Nationalbank, Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 6, marts 2021.

² Se Svend Greniman Andersen, Nicolai Risager Christensen og Rasmus Mose Jensen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.

af 2021, jf. figur 3. Der vil dog fortsat være et lille efterslæb i forhold til det produktionspotentiale, som er foreneligt med en stabil prisudvikling. Først i løbet af 2023 ventes produktionsgabets at være lukket, således at økonomien er ude af lavkonjunkturen. Forløbet forudsætter, både at den langvarige nedlukning ikke har påvirket produktionspotentialet væsentligt, og at arbejdskraften hurtigt flytter sig derhen, hvor efterspørgselspresset slår kraftigst ud under genåbningen.

Beskæftigelsen ventes at stige med omkring 50.000 personer fra 4. kvartal 2020 frem til udgangen af 2023 i takt med den gradvise aktivitetsfremgang, mens ledigheden falder med ca. 10.000 personer. Fremgangen i beskæftigelsen understøttes af allerede vedtagne reformer, der gradvist øger arbejdsstyrken, herunder levetidsindekseringen af pensionsalderen.

På boligmarkedet ventes en mere afdæmpet udvikling fremadrettet, hvor boligpriserne vokser i takt med indkomsterne. Realkreditrenterne er steget siden årsskiftet, hvilket kan lægge en dæmper på prisstigningerne. Derudover vil husholdningernes forbrugsmønstre formentlig i høj grad vende tilbage til mønstret fra før pandemien, i takt med at økonomien igen fungerer uden restriktioner. Et mere permanent skifte i boligefterspørgslen kan imidlertid ikke udelukkes.

Stor usikkerhed præger de økonomiske udsigter

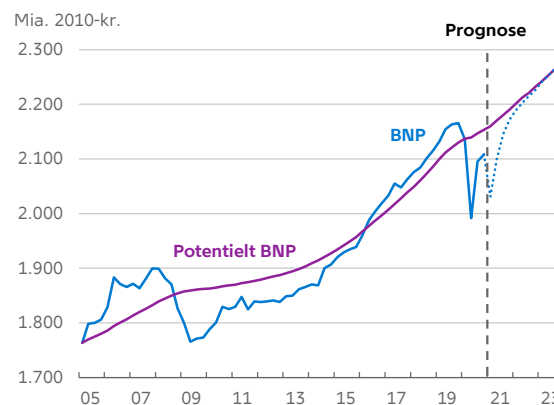
Den økonomiske udvikling er fortsat præget af stor usikkerhed. Risikobilledet er dog mere balanceret nu end tidligere på grund af især godkendelsen af flere effektive vacciner og handelsaftalen mellem EU og Storbritannien, der har reduceret usikkerheden i forbindelse med brexit.

Genopretningen kan dog fortsat blive langsommere end ventet. Aktiviteten er stadig kraftigt påvirket af udviklingen i smitte. Genopblussen af smitte eller fremkomsten af nye virusmutationer, der er mere smitsomme, vanskeligere at behandle (og mere dødelige) og/eller modstandsdygtige over for vaccinerne, udgør en betydelig risiko for, at de nuværende restriktioner forlænges, eller at der indføres nye.

Antallet af konkurser har over det seneste år været lavt set i lyset af tilbageslagets størrelse. Det skyldes bl.a. offentlige hjælpepakker i form af likviditetstiltag og kompensationsordninger. Nedlukningen tærer dog på virksomhedernes egenkapital. Jo

Udsigt til hurtig genopretning i løbet af 2021

Figur 3



Anm.: *Potentielt BNP* betegner det produktionsniveau, som økonomien kan præstere, uden at der på længere sigt opstår et uholdbart prispres.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

længere tid virksomhederne holdes lukket af restriktioner, jo større er risikoen også for, at ellers sunde virksomheder går konkurs, og ledigheden stiger. De samfundsmæssige omkostninger ved nedlukning stiger derfor over tid, og omkostningerne af en lang nedlukning kan risikere at blive meget store.

Det økonomiske tilbageslag og finanspolitiske tiltag har øget den offentlige gæld betragteligt på tværs af lande. I mange lande var statsgælden allerede høj inden pandemien. Opstår der mistillid til de offentlige finansers langsigtede holdbarhed i disse lande, kan det føre til stigende risikopræmier og uheldsmæssige stramninger af finanspolitikken.

Genopretningen i både udlandet og herhjemme kan også blive stærkere end ventet: Husholdningernes opsparing er steget til historisk høje niveauer i Danmark og mange andre lande. Hvis forbrugs- og opsparingsmønstret normaliseres tidligere end forventet, kan det forstærke aktivitetsfremgangen betydeligt. En hurtig udrulning af vacciner på globalt plan kan også øge hastigheden af genopretningen. Endelig kan store finanspolitiske pakker i fx USA give et markant skub til aktiviteten globalt. Både herhjemme og i udlandet kan en kraftig stigning i efterspørgslen medføre midlertidigt kapacitetspres i nogle brancher og et efterfølgende ujævnt konjunkturforløb. Risikoen for kapacitetspres øges, hvis tilpasningen på arbejdsmarkedet er træg.

Udviklingen på boligmarkedet er også præget af stor usikkerhed. Usikkerheden skyldes bl.a. det nuværende lavrentemiljø, hvor en given rentestigning giver en relativt større stigning i ydelsen på et boliglån, end hvis renten var højere. Det kan øge rentefølsomheden på boligmarkedet. Dertil kan husholdningernes øgede opmærksomhed på boligbehov under pandemien have ført til mere permanente ændringer i boligefterspørgslen mod fx større boliger, som kan holde prisstigningerne oppe i en længere periode. Det vil øge risikoen for, at prisdannelsen på boligmarkedet i højere grad også drives af selvforstærkende forventninger om fremtidige prisstigninger, med mulige bratte priskorrekationer til følge. Særligt lejlighedsmarkedet i de store byer er sårbart, da priserne her allerede var høje inden pandemien.

Vigtigt at være klar til at stramme eller lempe finanspolitikken

For at holde hånden under danske virksomheder og lønmodtagere er der genindført en række midlertidige hjælpepakker under tiden med restriktioner. Hjælpepakkerne reducerer risikoen for, at den midlertidige nedlukning resulterer i et mere langvarigt tilbageslag. Støtteordningerne er imidlertid dyre og hæmmer den erhvervsdynamik, der fører til, at de konkurrencedygtige virksomheder vokser, mens mindre produktive virksomheder lukker. Derfor er det vigtigt, at støtteordningerne udfases, efterhånden som samfundet genåbnes, som det også var tilfældet hen over sidste sommer.

Den omfattende nedlukning og støtteordningerne lægger dele af økonomien midlertidigt i dvale. Det er muligt i en afgrænset periode, men omkostningerne ved nedlukningen er store og stigende over tid. Hvis nedlukningen bliver meget langvarig, kan det føre til mange virksomheders konkurs, stigende ledighed og stort fald i efterspørgslen. Der kan i givet fald være behov for en betydeligt mere lempelig finanspolitik i de kommende år.

Generel finanspolitisk stimulans er dog uhensigtsmæssigt, så længe økonomien er underlagt restriktioner. Lempelserne kommer kun i begrænset omfang de erhverv til gode, hvor aktiviteten er begrænset af restriktioner. Omvendt kan de føre til kapacitetspres og opbygning af ubalancer i de erhverv, hvor aktiviteten allerede er høj, fx byggeriet. Bred finanspolitisk stimulans bør derfor afvente, at økonomien i mindre grad er underlagt restriktioner, og der bør kun lempes, hvis behovet opstår.

Økonomisk politik

Den midlertidige støtte til de virksomheder og husholdninger, der er ramt af restriktioner, bør udfases, efterhånden som restriktionerne lempes.

Bred finanspolitisk stimulans er uhensigtsmæssigt, så længe økonomien er underlagt restriktioner. Det kan føre til et ujævnt konjunkturforløb på tværs af erhverv.

Stor usikkerhed præger fortsat den økonomiske udvikling, der kan blive markant stærkere eller svagere end ventet i prognosen. Det er derfor vigtigt at være klar til at stramme eller lempe den planlagte finanspolitik.

Genopretningen kan både blive væsentligt langsommere eller hurtigere end ventet, og derfor er det vigtigt at være klar til at tilpasse finanspolitikken derefter, dvs. både være klar til at stramme eller lempe den planlagte finanspolitik alt efter hastigheden af genopretningen. Særligt i de dele af økonomien, hvor aktiviteten allerede er høj, kan der opstå pres på kapaciteten. Det kan derfor være nødvendigt med målrettede tiltag, der dæmper trykket i disse erhverv. I byggeriet kan det fx være en afskaffelse af BoligJobordningen.

Dansk økonomi – tendenser

Dansk eksport mindre berørt af nye nedlukninger i udlandet hen over vinteren

Det globale tilbageslag ramte dansk eksport hårdt i 2020. Samlet faldt eksporten med 8,5 pct. opgjort i mængder, og særligt eksporten af tjenester har været påvirket af tilbageslaget, jf. figur 4. Risiko for smitte og stramme rejserestriktioner på tværs af lande gennem størstedelen af året medførte et markant fald i turismen, der i 4. kvartal lå 50 pct. under samme kvartal året før.

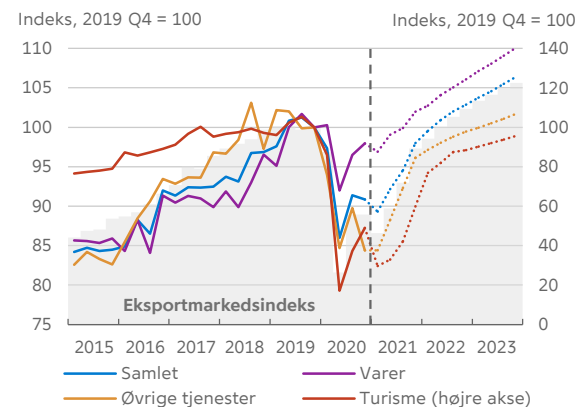
Dansk vareeksport faldt også i 2020, men markant mindre end tjenesteeksporten. Det skyldes især, at den globale varehandel har været mindre påvirket af pandemien, men også den danske vareeksports sammensætning spiller en rolle. Vareeksporten består i stort omfang af produkter, som er mindre følsomme over for udsving i udenlandsk aktivitet, herunder landbrugsvarer, medicinalprodukter og grønne teknologier.³ Sammensætningen betyder, at faldet i dansk eksport af varer var væsentlig mindre end i mange andre lande.

De nye nedlukninger på de danske eksportmarkeder ramte eksporten i 1. kvartal, men meget tyder på, at effekten er mindre i forhold til første nedlukning sidste forår. Tillidsindikatorerne peger på fortsat fremgang i den globale varehandel, og industriens eksportordrer er ikke faldet i samme grad som i foråret 2020. De mange varer, der fortsat fragtes rundt mellem kontinenterne, ventes at holde hånden under dansk søtransport. Turismeeksporten vil dog forblive underdrejet, indtil rejserestriktionerne og adfærd i både Danmark og udlandet er normaliseret. Det kan have længere udsigter, og i prognosen skønnes turismeeksporten ved udgangen af 2023 fortsat at være 5 pct. under niveauet i 4. kvartal 2019, dels på grund af en langsommere vaccineudrulning i udlandet, dels fordi større brug af digitale mødeformer kan have dæmpet fx forretningsrejser.

Restriktioner på forbrug, lavere erhvervsinvesteringer og produktionsnedlukninger i udlandet satte

Tjenesteeksporten er hårdt ramt af pandemien

Figur 4



Anm.: Eksport opgjort i mængder. Eksportmarkedsindekset dækker over import i mængder af varer og tjenester blandt danske samhandelspartnere. Udviklingen op til 2020 er baseret på OECD's *Economic Outlook*.
Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

sig også i importen i 2020, som faldt med ca. 6 pct. Vareimporten rettede sig imidlertid hurtigt, efterhånden som efterspørgslen tog til i løbet af året, og i 4. kvartal lå vareimporten ekskl. energi, skibe og fly 5 pct. højere end samme kvartal 2019. Forbrugsbegrænsninger har igen dæmpet importen i 1. kvartal 2021. Importen ventes dog at tage til igen, i takt med at genåbningen af økonomien løfter efterspørgslen.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster faldt i 2020 til 7,3 pct. af BNP, især som følge af et lavere overskud på tjenestehandlen, jf. figur 5. Særligt bygge- og anlægstjenester og andre forretningstjenester trak overskuddet ned. Udviklingen er dog ikke entydigt relateret til pandemien, da nettoindtægterne fra disse tjenesteydelser også faldt før pandemiens udbrud. Overskuddet på betalingsbalancen ventes at forblive højt frem mod udgangen af 2023.

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.

Udsigt til betydelig forbrugsfremgang

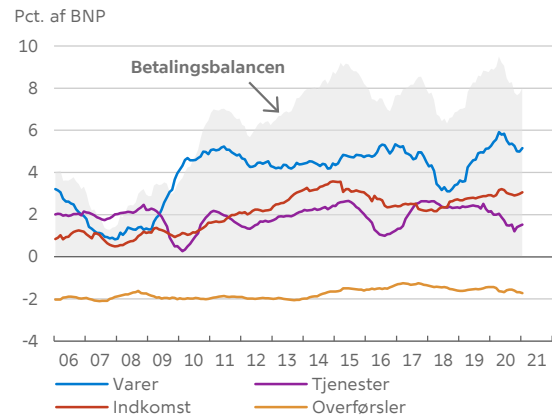
Forbruget rettede sig i løbet af 2. halvår 2020, først som følge af den gradvise genåbning af økonomien, sidenhen som følge af udbetalingen af indfrosne feriepenge i oktober. Dertil kommer, at udsigten til ændrede bilafgifter gav en stor stigning i anskaffelser af køretøjer op til årsskiftet. Nye restriktioner og tiltagende smitte mod årets udgang betød dog, at husholdningernes samlede forbrug i 4. kvartal 2020 lå 2,4 pct. under samme kvartal året forinden.

De nye restriktioner hen over vinteren har igen begrænset husholdningernes forbrugsmuligheder. Faldet i danskernes kortomsætning er dog mindre end under nedlukningen i foråret 2020. Det indikerer, at både husholdninger og virksomheder er bedre forberedte på denne nedlukning. Husholdningernes brug af nethandel har fx været væsentlig større i de første to måneder af 2021, end det var tilfældet i marts og april sidste år, jf. figur 6. En større del af 1. kvartal i år er imidlertid påvirket af omfattende restriktioner på forbruget, end det var tilfældet i 2. kvartal sidste år. Dertil kommer en markant opbremsning i bilsalget. Samlet er der dermed udsigt til et nyt markant fald i forbruget i 1. kvartal 2021.

Med udrulningen af vacciner er der i løbet af i år udsigt til en økonomi, der i stor udstrækning er uden restriktioner. Der er gode forudsætninger for en betydelig forbrugsfremgang, efterhånden som restriktionerne forventeligt fjernes. For det første er husholdningernes tro på fremtiden større end under sidste nedlukning, og de første indikationer fra kortomsætningen efter genåbningen af dele af detailhandlen i begyndelsen af marts tyder på, at forbrugslysten er høj. For det andet har husholdningernes indkomster været understøttet af kompensationsordninger under pandemien, mens afdæmpede prisstigninger har øget deres købekraft. For det tredje har begrænsede forbrugsmuligheder tvunget husholdningerne til at øge deres opsparing betydeligt.⁴ Opsparingen har bl.a. ført til en stigning i husholdningernes bankindsud,

Lavere overskud på betalingsbalancen

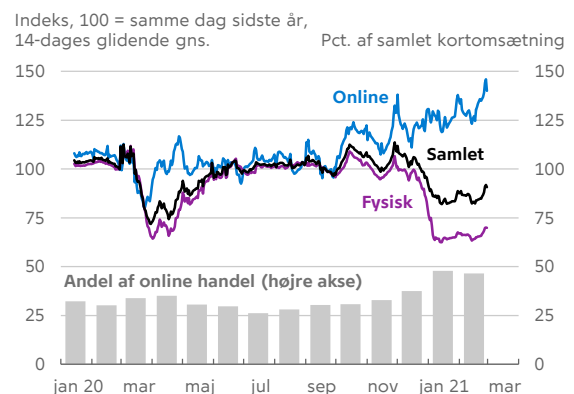
Figur 5



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Øget online handel holdt hånden under kortomsætningen

Figur 6



Anm.: Online handel dækker online køb, automatiske kortbetalinger samt post- og telefonordrer. Sidste observation er 28. februar 2021.

Kilde: Nets Denmark A/S og egne beregninger.

⁴ Se Svend Greniman Andersen, Nicolai Risager Christensen og Rasmus Mose Jensen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.

der er steget med 50 mia. kr. i 2020.⁵ Kombineret med udbetalingen af de sidste to ugers feriepenge ved udgangen af marts giver det afsæt for, at forbruget kan stige markant, når restriktionerne forventeligt lempes.

Fremgangen på boligmarkedet fortsætter trods nye restriktioner

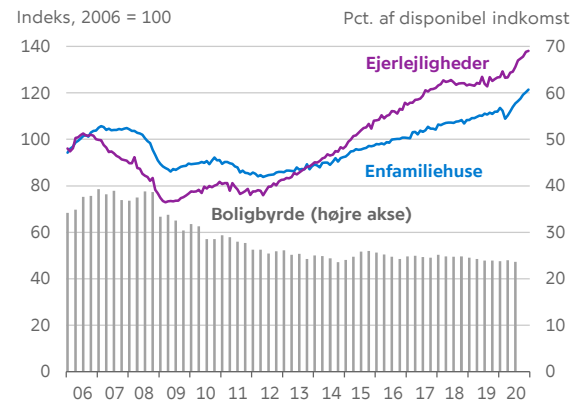
Boligpriserne er steget betydeligt gennem 2020, og i december lå prisen på enfamiliehuse 8,5 pct. højere end samme måned året forinden, jf. figur 7. Den nuværende nedlukning har ikke ført til en væsentlig opbremsning på boligmarkedet, som det var tilfældet i foråret 2020. Handelsaktiviteten er derimod forblevet høj de første måneder af 2021, mens husholdningernes forventninger til prisudviklingen på boligmarkedet er tilbage på niveauet før pandemien. Den høje omsætning af huse har ført til et kraftigt fald i antallet af huse til salg.

Stigningerne i boligpriser kan generelt tilskrives en gunstig udvikling i de fundamentale forhold. Renterne er lave, husholdningernes disponible indkomst er steget, og der er udsigt til yderligere fremgang i indkomsten, når genopretningen igen tager fart. Pandemien kan derudover have ført til et skift mod øget boligforbrug, dels som følge af et øget fokus på egne boligforhold blandt husholdningerne under nedlukningerne, dels som følge af at andre forbrugsmuligheder har været hæmmet.

Udviklingen i boligpriserne ventes fremadrettet at blive mere afdæmpet. Realkreditrenterne er steget siden årsskiftet, hvilket tager lidt af dampen på boligmarkedet. Realkreditrenterne er fortsat meget lave, og en given ændring i renterne vil alt andet lige have et større relativt gennemslag på boligydelsen, end hvis renten var højere. Dermed kan gennemslaget til boligpriserne også blive større. Derudover forudsættes husholdningernes forbrugsmønstre i høj grad at normalisere sig, når økonomien igen fungerer uden restriktioner, og herefter ventes boligpriserne at følge udviklingen i indkomsterne. I år ventes huspriserne at stige med 9,7 pct. Årstigningen i 2021 afspejler især de kraftige prisstigninger mod udgangen af 2020 og den første del af 2021. I 4. kvartal 2021 ventes år-til-årstigningen at udgøre 6,5 pct.

Stigende boligpriser, men boligbyrden er fortsat lav

Figur 7



Anm.: Boligpriserne er sæsonkorrigerede. Boligbyrde angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskatte ved køb af et enfamiliehus på 140 kvadratmeter som andel af den gennemsnitlige indkomst.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Selv om det aktuelt går stærkt på boligmarkedet, så er situationen anderledes end i årene før finanskrisen, hvor prisstigningerne var kraftigere over en længere periode og var drevet af stigende gæld og spekulation i fremtidige prisstigninger. Boligbyrden, dvs. finansieringsomkostningerne ved at købe en bolig som andel af husholdningernes gennemsnitlige disponible indkomst, var også væsentlig højere i midt-2000'erne, mens den ligger lavt nu. Dertil kommer, at reguleringen af kreditgivningen er skærpet med bl.a. Vækstvejledningen fra 2016 og ændringen i God Skik-reglerne fra 2018, hvilket har gjort boligejerne mere robuste. Desuden vil de nye regler for boligbeskatning, der implementeres i 2024, bidrage til at stabilisere udsving i boligpriserne.

Boliginvesteringerne holdt et højt niveau gennem 2020, og de ventes at forblive høje de kommende år. Investeringerne understøttes både af udviklingen på boligmarkedet, stigende købekraft blandt husholdningerne og den politiske aftale om renoveringer i den almene boligsektor (Grøn boligaftale).

⁵ Se Danmarks Nationalbank, Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien, *Danmarks Nationalbank Analyse (Monetære og finansielle tendenser)*, nr. 6, marts 2021.

Gradvis genopretning i investeringerne

Erhvervsinvesteringerne faldt samlet set med 3,4 pct. i 2020. Især under nedlukningen i foråret faldt investeringerne betydeligt som følge af stor usikkerhed og udsigt til lavere fremtidig indtjening.⁶ I løbet af sommeren rettede erhvervsinvesteringerne sig delvist. Stigende smitte mod udgangen af året og nedlukningen af økonomien hen over vinteren har ført til nye fald i erhvervsinvesteringerne. Virksomhederne er dog generelt mere optimistiske nu, end det var tilfældet sidste forår, og investeringsplanerne i industrien ligger højere. Det afspejler bl.a. en mindre udtalt usikkerhed som følge af vaccinerne, høj kapacitetsudnyttelse, høje ordrebeholdninger og en generel fremgang i industrien i udlandet.

Erhvervsinvesteringerne ventes at stige, i takt med at efterspørgslen vender tilbage, og den ledige kapacitet bliver mindre, jf. figur 8. Pandemien ventes dermed ikke at føre til et langvarigt fald i investeringerne, som det var tilfældet i årene efter finanskrisen. Det skyldes bl.a., at virksomhederne inden pandemien stod godt rustet til et tilbageslag efter at have konsolideret sig igennem en årrække. Det varige aftryk på økonomiens produktionspotentiale fra lavere investeringer skønnes dermed også at være mindre end efter finanskrisen.

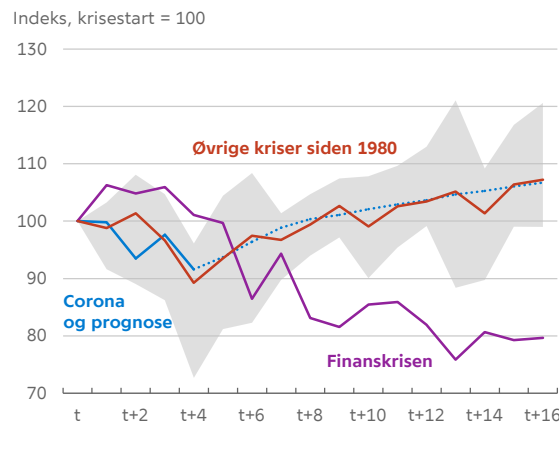
Udsigt til offentlige underskud de kommende år

Det økonomiske tilbageslag og store udgifter til hjælpepakker ventes at give et offentligt underskud på ca. 35 mia. kr. i 2020, svarende til 1,6 pct. af BNP. Underskuddet er begrænset set i lyset af tilbageslagets størrelse og hjælpepakkerens omfang. Det skyldes især et stort provenu fra pensionsafkastskatten, PAL, på ca. 45 mia. kr. og ekstraordinære skatteindtægter fra udbetalingen af de indefrosne feriepenge.

ØMU-gælden skønnes at stige til ca. 41 pct. af BNP i 2020 sammenlignet med 33 pct. i 2019. Den kraftige stigning i gælden skal hovedsageligt ses i lyset af, at staten har udstedt gæld for at kunne yde likviditetsstøtte til virksomhederne i form af lån og udsudte skattebetalinger, som senere skal tilbagebetales. Faldet i BNP og underskuddet på den offentlige saldo bidrager også til at øge ØMU-gælden i pct. af BNP,

Jævn genopretning i erhvervsinvesteringerne i vente

Figur 8



Anm.: t angiver kvartalet umiddelbart før krisens udbrud. Det grå areal dækker højeste og laveste investeringsniveau i det givne kvartal for følgende kriser: ØMU-krisen, dotcom, 1990, kartoffelkuren og 2. oliekrise.
 Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

men i mindre omfang. Set i et internationalt perspektiv er gælden stadig lav. Kombineret med en lang historik for finanspolitisk disciplin bidrager det bl.a. til, at Danmark har den højest mulige kreditvurdering hos alle de store kreditvurderingsbureauer. Det giver lave renteomkostninger og et betydeligt finanspolitisk manøvrerum.

Lav aktivitet, nedlukning og understøttelse af økonomien i den første del af året giver et betydeligt underskud på den offentlige saldo i år. Samlet skønnes underskuddet at blive i omegnen af 95 mia. kr., svarende til 4 pct. af BNP. I 2022 og 2023 forbedres saldoen, i takt med at økonomien kommer ud af skyggen fra covid-19 og op i gear, og underskuddene ventes at udgøre omkring henholdsvis 1,3 pct. og 0,9 pct. af BNP.

Genopretningen på arbejdsmarkedet sat på pause

Den første nedlukning i 2020 ramte arbejdsmarkedet hårdt, og beskæftigelsen faldt med knap 80.000 personer, mens bruttoledigheden steg med 50.000

⁶ Se Mikkel Bess, Erik Grenestam, Alessandro Tang-Andersen Martinello og Jesper Pedersen, Uncertainty and the real economy: Evidence from Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 165, november 2020.

personer. Både beskæftigelsen og ledigheden rettede sig hurtigt, efterhånden som samfundet gradvist blev genåbnet i det sene forår, og allerede i november var godt to tredjedele af beskæftigelsestabet hentet. En del af genopretningen skyldes stigende offentlig beskæftigelse, og i december lå den private beskæftigelse stadig 40.000 personer lavere end før pandemien.

Den seneste nedlukning i år har sat genopretningen af arbejdsmarkedet i bakgear, jf. figur 9. Svækkelsen er imidlertid væsentlig mere afdæmpet end i foråret. Opgørelsen over dagligt tilmeldte ledige (korrigeret for sæson mv.) er i løbet af årets første to måneder steget med omkring 10.000 personer, og det forventes også, at beskæftigelsen igen er faldet. Under nedlukningen i foråret 2020 steg ledigheden med mere end 50.000 personer i løbet af de første to måneder.

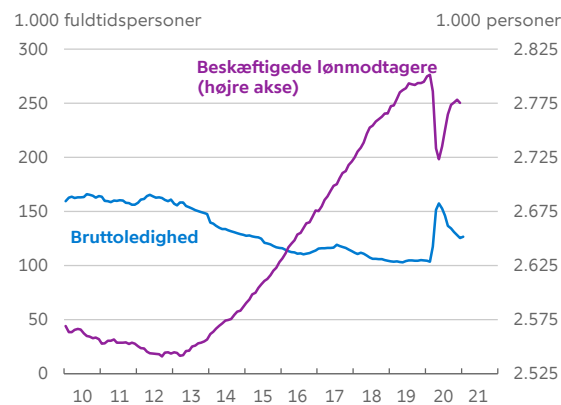
Den afdæmpede reaktion på arbejdsmarkedet skyldes formentlig flere forhold. For det første har beskæftigelsen allerede tilpasset sig en situation med virus. Beskæftigelsen er således højere i byggeriet og den offentlige sektor, mens den er lavere i de brancher, der i særlig grad påvirkes af restriktioner. For det andet er mange virksomheder bedre forberedt på en situation med nedlukning, fx med mulighed for online handel og klik og hent. For det tredje er usikkerheden om fremtiden mindre denne gang. Vaccinationen af befolkningen er i gang, og erfaringerne fra sidste forår tilsiger, at aktiviteten vender tilbage, når restriktionerne løftes, og virusen er under kontrol. Det kan tilskynde virksomhederne til i større grad at fastholde arbejdskraften.

Omslaget i konjunkturerne har givet udslag i et generelt lavere pres på arbejdsmarkedet. Arbejdsmarkedsgabet, der er et mål for, hvor meget beskæftigelsen kan stige, uden at der opstår et inflationært pres, er steget til 15.000. Det betyder imidlertid ikke, at der ikke kan være pres på dele af arbejdsmarkedet. Det skyldes, dels at noget arbejde kræver særlige kompetencer, dels at det tager tid at omskole den ledige arbejdskraft. Den højere efterspørgsel inden for byggeriet og dele af industrien har medført, at flere virksomheder giver udtryk for, at mangel på arbejdskraft hæmmer produktionen, jf. figur 10.

Efterhånden som begrænsningerne på efterspørgslen forventeligt fjernes, ventes beskæftigelsen igen at stige og ledigheden at falde. Frem mod udgangen

Jævn genopretning i erhvervsinvesteringerne i vente

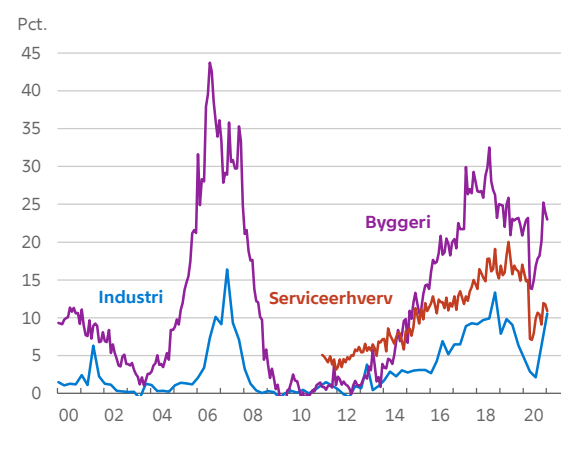
Figur 9



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

Stigende arbejdskraftmangel i byggeriet og industrien

Figur 10



Anm.: Sæsonkorrigeret data.

Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

af 2023 skønnes beskæftigelsen at stige med 50.000 personer, mens ledigheden falder med 10.000 personer. Stigningen i beskæftigelsen tager bl.a. afsæt i øget udbud af arbejdskraft som følge af allerede vedtagne reformer. Det løfter beskæftigelsespotentialet, og arbejdsmarkedsgabet skønnes at være lukket ved udgangen af 2023.

Lønstigningerne tager til, efterhånden som arbejdsmarkedet normaliseres

Lønstigningerne rettede sig generelt på tværs af erhvervene i 4. kvartal, jf. figur 11. De tiltagende lønstigninger følger to kvartaler med svag lønfremgang som følge af fald i efterspørgslen og et generelt lavere pres på arbejdsmarkedet. Særligt i de konkurrenceudsatte industrierhverv var lønstigningstakten lav. Den lave takt skal bl.a. ses i lyset af en meget afdæmpet lønudvikling hos de udenlandske konkurrenter. De højeste lønstigninger findes aktuelt i byggeriet, som kun i mindre grad har været berørt af restriktioner. Det er da også blandt byggevirksomhederne, at manglen på arbejdskraft er mest udbredt.

Lønudviklingen i den offentlige sektor har ligesom i den private sektor været afdæmpet de seneste år. Set over en længere årrække vokser de private og offentlige lønninger i samme tempo, da de offentlige lønninger reguleres i forhold til de private. De nye offentlige overenskomster indebærer en behersket lønfremgang de kommende tre år.

Selv om lønudviklingen har været afdæmpet igennem 2020, har den endnu lavere stigningstakt i forbrugerpriserne betydet, at de fleste lønmodtagere har oplevet en pæn vækst i købekraften i 2020.

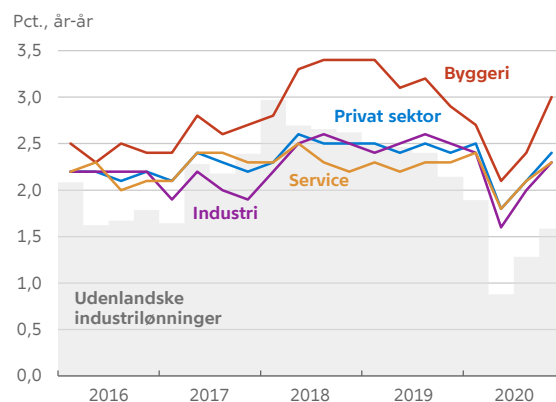
Lønstigningerne skønnes gradvist at tage til i takt med den forventede bedring af arbejdsmarkedet i de kommende år. Men med udsigt til højere forbrugerprisstigninger bliver væksten i lønmodtagernes købekraft lidt svagere end de foregående år.

Forbrugerprisstigningerne tager til de kommende år

Forbrugerprisstigningerne har siden juli ligget omkring 0,4 pct., målt ved det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, jf. figur 12. Prisudviklingen er dermed fortsat meget afdæmpet og svagere end før pandemien, også selv om stigende afgifter på tobak har løftet HICP-årsstigningstakten siden juni. Den svage prisudvikling skyldes især det markante fald i olieprisen i begyndelsen af 2020, der førte til et fald i energipriserne, men priserne på rejse-

Afdæmpede lønstigninger

Figur 11

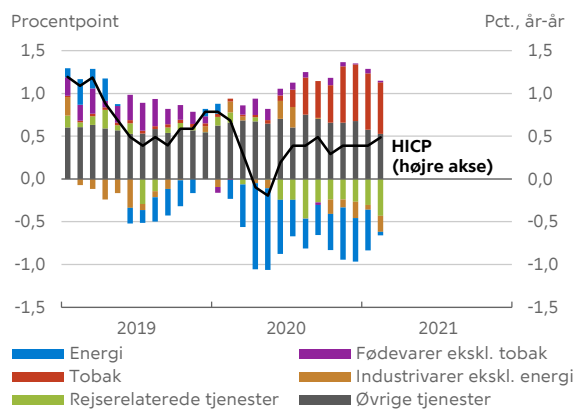


Anm.: De danske lønstigninger er baseret på Dansk Arbejdsgiverforenings konjunkturstatistik. Udenlandske industrilønninger er lønindeks i industrien for 25 lande vægtet sammen med vægtene fra det reale effektive kronekursindeks.

Kilde: Danmarks Statistik, OECD, Dansk Arbejdsgiverforening og egne beregninger.

Prisstigningstakten dæmpes af energi og rejserelaterede tjenester

Figur 12



Anm.: HICP er det EU-harmoniserede forbrugerprisindeks. Rejserelaterede tjenester dækker personbefordring med fly, pakkerejser og overnatningsfaciliteter, herunder hoteller mv.

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

relaterede tjenester, herunder hoteller, pakkerejser og flybilletter, har også udviklet sig svagt.⁷

Den kommende tid påvirkes prisudviklingen af en række modsatrettede faktorer. På kort sigt vil prisstigningerne fortsat være dæmpet af, at store dele af økonomien er underlagt restriktioner, og at der er et svagt underliggende prispres fra producentpriserne. Desuden dæmpes importpriserne af en styrket effektiv kronekurs, der gør udenlandske varer billigere. Dertil har forbrugsmønstret i 2020 ført til væsentlige ændringer i forbrugerprisvægtene, hvilket forventes at dæmpe det samlede mål for prisudviklingen hen over året. Det skyldes bl.a., at de sæsonprægede rejserelaterede tjenester nu vægter mindre. De typiske prisstigninger for disse tjenester hen over sommeren vil dermed få et mindre gennemslag i det samlede prisindeks.

Modsat vil forbrugerprisindekset i år blive løftet af, at olieprisen er steget igen. Derudover har kapacitetspres på containerfragten ført til markante stigninger i fragtraterne over de seneste måneder. Det kan slå ud i stigende priser på importerede varer. De importerende virksomheder ventes dog i væsentlig grad at absorbere udsvingene i fragtraterne i avancerne. På lidt længere sigt vil stigende efterspørgsel bidrage til øget prispres, mens forhøjelser af afgifter på tobak igen vil løfte priserne i 2022. Samlet ventes årsstigningstakten i forbrugerpriserne at være 1,1 pct. i år stigende til 1,2 pct. i 2022 og 1,6 pct. i 2023.

Fortsat stor usikkerhed forbundet med pandemien

Usikkerheden om vækstudsigterne er betydelig og domineres i væsentlig grad af udviklingen i pandemien. Det er senest illustreret ved den hårde nedlukning af flere økonomier hen over vinteren 2020-21, der har givet et nyt midlertidigt fald i aktiviteten og sat den økonomiske genopretning på pause. På kort sigt afhænger væksten i år i betydelig grad af hastigheden af den igangværende genåbning, jf. boks 1.

⁷ Nedlukningen af mange erhverv har vanskeliggjort opgørelsen for prisudviklingen, som er underlagt større usikkerhed end normalt. Flere prisobservationer har ikke været mulige at måle, men er derimod estimeret. Det gælder bl.a. flybilletter og pakkerejser samt restauranter og kultur mv.

Tre scenarier for genåbningen af dansk økonomi

Boks 1

Til at illustrere og kvantificere det økonomiske tilbageslag under 2. nedlukning og usikkerheden om den efterfølgende genåbning er der opstillet tre scenarier for væksten i BNP.

Tilbageslaget under nedlukningen er kvantificeret ved hjælp af realtidsindikatorer og Nationalbankens input-output-model.¹ Scenarierne bygger alene på forskellige antagelser om hastigheden af genåbningen. Det betyder, at aktivitetsniveauet i 4. kvartal 2021 og frem er ens i alle tre scenarier. Årsvæksten i 2021 varierer mellem 0,7 og 2,3 pct. i de tre scenarier med 1,4 pct. som centralt skøn, jf. nedenstående figur. Da BNP-niveauet i 2022 er ens i alle tre scenarier, bliver væksten lavere i 2022, såfremt hastigheden af genåbningen i 2021 er høj. Konkret bliver årsvæksten i 2022 3,6 pct. i det milde scenarie, og 5,2 pct. i det hårde scenarie med 4,5 pct. som centralt skøn. Nedenfor redegøres for de centrale antagelser bag skønnene.

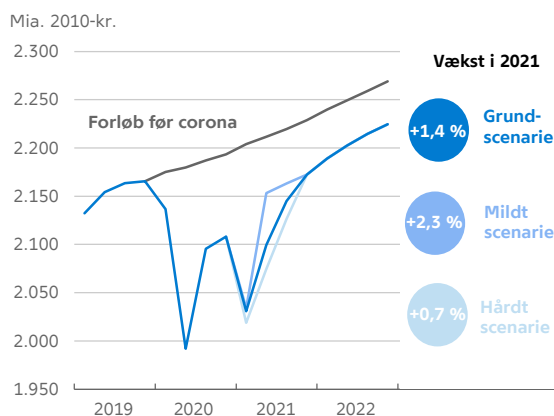
Genåbningen blev påbegyndt i begyndelsen af februar 2021 med genåbningen af folkeskolerne for de små klasser og er fra 1. marts fortsat med bl.a. dele af detailhandlen. Bag de tre scenarier ligger følgende antagelser for det videre forløb:

- *Grundscenariet* antager, at restriktionerne lempes yderligere i begyndelsen af april, hvorefter restriktionerne gradvist lempes, så restriktionerne er reduceret til samme niveau som i det tidlige efterår 2020 i slutningen af maj, hvor alle risikogrupper skønnes at være vaccineret. Yderligere normalisering af dansk og international økonomi følger i begyndelsen af 3. kvartal.
- *Det milde scenarie* antager, at restriktionerne lempes yderligere i midten af marts, hvorefter restriktionerne hurtigt lempes, så de i midten af april er reduceret til samme niveau som i det tidlige efterår 2020. Yderligere normalisering af dansk og international økonomi følger i slutningen af 2. kvartal.

- *Det hårde scenarie* antager, at restriktionerne først lempes yderligere i slutningen af april, så de først er reduceret til samme niveau som i det tidlige efterår 2020 i løbet af juli. Yderligere normalisering af dansk og international økonomi følger i slutningen af 3. kvartal.

Scenarierne specificerer ikke, hvilke restriktioner der lempes, og illustrerer alene usikkerheden om årsvækstraterne i 2021 og 2022 som følge af hastigheden af genåbningen hen over forår og sommer. Væksten kan blive markant stærkere eller svagere, fx hvis vaccinerne rulles hurtigere ud på globalt plan, eller hvis nye virusmutationer fører til nye nedlukninger i efteråret.

Tre scenarier for dansk økonomi



Kilde: Danmarks Statistik og egne beregninger.

¹ Se Adrian Michael Bay Schmith, Morten Werner og Rasmus Rold Sørensen, Brug af input-output metoder og højfrekvente indikatorer ved vurdering af BNP-udviklingen i 2020, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 12, juli 2020.

Centrale økonomiske størrelser

Tabel 1

Realvækst i forhold til perioden før, pct.	2020	2021	2022	2023	2020		
					2. kvrt.	3. kvrt.	4. kvrt.
BNP	-3,3	1,4	4,5	2,2	-6,8	5,2	0,6
Privat forbrug ¹	-3,1	1,3	7,7	2,5	-4,6	4,0	1,2
Offentligt forbrug	-0,1	1,4	0,8	1,1	-1,9	0,9	5,9
Boliginvesteringer	5,4	1,6	2,2	1,3	-0,6	1,4	-0,4
Offentlige investeringer	17,9	6,3	3,6	0,0	-3,5	3,3	29,3
Erhvervsinvesteringer	-3,4	1,8	5,2	3,2	-6,3	4,4	-6,2
Lagerinvesteringer mv. ²	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,6	1,7	-0,4
Eksport	-8,5	2,3	8,4	3,7	-11,7	6,3	-0,6
Industrieksport	-2,0	2,6	5,8	4,3	-8,0	3,2	2,0
Import	-5,6	2,9	9,7	3,5	-10,0	5,8	1,8
Beskæftigelse, 1.000 personer	2.981	3.000	3.014	3.035	2.942	2.981	2.993
Ledighed, brutto, 1.000 personer	132	126	121	118	154	139	128
Betalingsbalance, pct. af BNP	7,3	6,9	6,7	7,0	7,7	7,2	6,0
Offentlig saldo, pct. af BNP	-1,6	-4,0	-1,3	-0,9	-4,3	-0,8	-0,3
Huspriser ³ , pct. år-år	4,3	9,7	3,0	2,3	2,0	4,8	7,6
Forbrugerpriser (HICP), pct. år-år	0,3	1,1	1,2	1,6	0,0	0,4	0,4
Timeløn ⁴ (industrien), pct. år-år	2,2	2,2	2,5	2,8	2,1	1,9	1,9

Kilde: Danmarks statistik og egne beregninger.

¹ Omfatter både husholdninger og NPISH.

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

³ Nominelle priser på enfamiliehuse.

⁴ Danmarks Statistiks implicitte lønindeks.

International økonomi – tendenser

Ny smittebølge forsinker genopretningen af den globale økonomi

Hen mod udgangen af 2020 steg smittetallene igen på tværs af lande. Nogle steder steg smitten særligt kraftigt som følge af nye og mere smitsomme mutationer af coronavirusen. Disse mutationer har spredt sig til andre lande og medført nye restriktioner for at begrænse smittespredningen.

Trods omfattende restriktioner var der kun et begrænset fald i den økonomiske aktivitet i 4. kvartal 2020. I euroområdet faldt BNP med 0,7 pct. kv.-kv. efter en stærk genopretning i 3. kvartal, jf. figur 13.

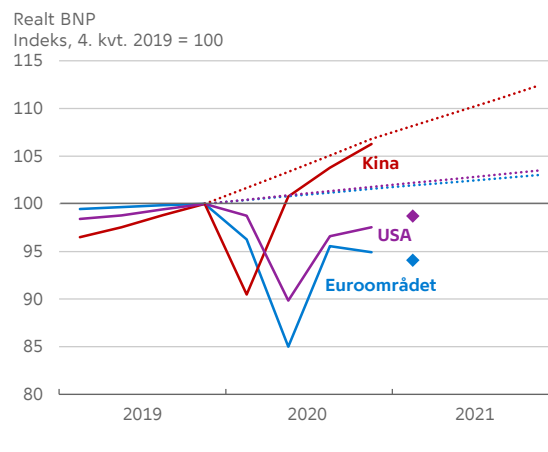
Udviklingen i 4. kvartal skal dog ses i lyset af, at restriktionerne nogle steder først blev strammet i december, og at aktiviteten i forvejen kom fra et lavt udgangspunkt. De økonomiske indikatorer peger desuden på, at væksten bliver negativ i 1. kvartal 2021 i de fleste avancerede økonomier, fordi restriktioner fortsat hæmmer aktiviteten i store dele af økonomien.

Mens BNP-niveauet i euroområdet og USA stadig er henholdsvis 5 pct. og 2,5 pct. lavere end før corona-udbruddet, er faldet i Kinas BNP nu mere end indhentet. I Kina steg BNP 2,3 pct. sidste år, og dermed er Kina ét af de få lande i verden, hvor økonomien voksede i 2020. Fremgangen i Kina er især drevet af industrisektoren og øget eksport som følge af højere efterspørgsel på bl.a. værnemidler og elektroniske produkter.

Siden genåbningen efter første smittebølge i 2020 har der generelt været fremgang i den globale handel med varer, jf. figur 14. Fremgangen afspejler bl.a., at den handelsintensive industri har været mindre berørt under anden smittebølge. Desuden har nedlukning af en række serviceerhverv ført til en markant forbrugsforskydning af forbruget fra visse tjenesteydelser mod varer, hvilket har bidraget til at løfte varehandlen. Udviklingen i nye eksportordrer peger på, at fremgangen i den globale varehandel fortsatte hen mod årsskiftet, om end i et mere afdæmpet tempo. Omvendt er der endnu ikke tegn på fremgang inden for handlen med service- og tjenesteydelser, som fx turisme.

Ny smittebølge forsinker genopretningen i euroområdet og USA

Figur 13

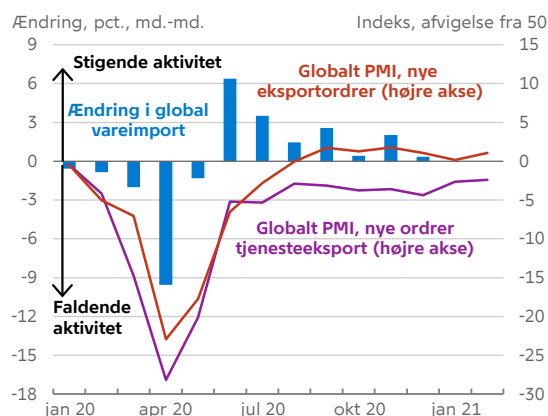


Anm.: Den blå og lilla prik angiver de seneste prognoser for BNP i 1. kvartal 2021 i henholdsvis euroområdet og USA. For euroområdet vises Europa-Kommissionens prognose. For USA vises prognosen fra Kongressens Budgetkontor (CBO). De punkterede linjer angiver IMF's prognose fra januar 2020 før corona-udbruddet.

Kilde: Macrobond, IMF, Europa-Kommissionen, CBO og egne beregninger.

Fremgang i den globale varehandel

Figur 14



Anm.: Data for global vareimport går til og med december 2020.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

I mange lande udvikler økonomien sig aktuelt i to hastigheder

I de seneste måneder har dele af økonomien i mange lande været lukket ned i samme grad som under første smittebølge. Den samlede aktivitet i samfundene, fx målt ved Googles mobilitetsindikator, er dog generelt mindre påvirket sammenlignet med 1. halvår 2020. Der er således ikke samme klare negative sammenhæng mellem restriktioner og BNP på tværs af lande som tidligere, jf. figur 15. Det skyldes formentlig, at restriktionerne denne gang er mere målrettet mod de mest kontakt-intensive brancher i servicesektoren, og at virksomheder og forbrugere har lært at tilpasse sig de nye vilkår.

I USA har der været fremgang i servicesektoren de seneste måneder trods høj smitte mange steder. Udviklingen i USA adskiller sig således markant fra udviklingen i euroområdet, hvor erhvervstilliden har peget i retning af faldende aktivitet siden september, jf. figur 16. Det skal ses i lyset af, at restriktionerne generelt har været lempeligere i USA, om end med betydelige forskelle på tværs af delstater. Desuden er det i sidste ende restriktionernes effekt på befolkningens adfærd, der er afgørende for aktiviteten. Sammenhængen mellem restriktioner og fx mobilitet har generelt været svagere i USA end i eurolandene.

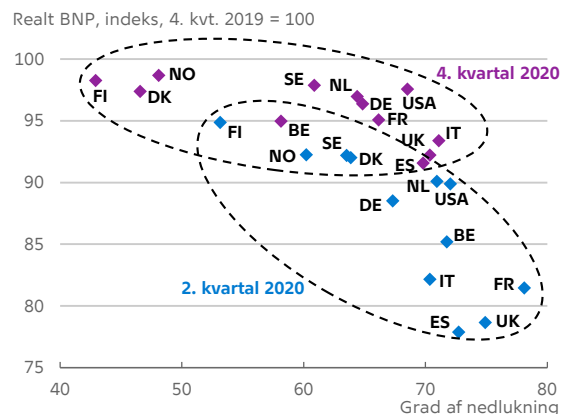
Udfasning af restriktioner vil give et løft til det private forbrug

I euroområdet er detailsalget faldet igen, i takt med at nye restriktioner har begrænset adgangen til fysiske butikker. Siden oktober er detailsalget faldet ca. 9 pct., hvilket dog er noget mindre end det samlede fald under første smittebølge i marts og april 2020. Det betyder, at detailsalget nu er ca. 5 pct. lavere end før corona-udbruddet. I USA er detailsalget omvendt steget betydeligt i begyndelsen af året, bl.a. understøttet af en ny finanspolitisk hjælpepakke, der inkluderer højere ledighedsunderstøttelse og nye kontantudbetalinger til borgerne, som blev udbetalt i begyndelsen af året.⁸

Detailsalget i euroområdet og USA er desuden understøttet af, at der under pandemien er sket en substitution fra serviceydelser over mod visse forbrugsgoder, fx elektronik og møbler. Samtidig er

Anden smittebølge har indtil videre ført til mindre fald i BNP end første

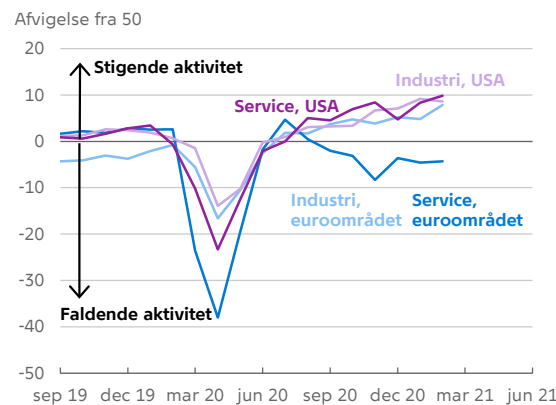
Figur 15



Anm.: Figuren viser gennemsnittet af University of Oxfords Stringency Index i henholdsvis 2. og 4. kvartal samt BNP-niveauet på tværs af lande.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Erhvervstilliden i euroområdet vidner om en økonomi i to hastigheder

Figur 16



Anm.: Figuren viser Purchasing Managers' Index (PMI) i forskellige sektorer.
Kilde: Macrobond.

⁸ Den amerikanske hjælpepakke vedtaget i december inkluderede bl.a. kontantudbetalinger på 600 dollar til personer med lav- og mellemindkomster.

husholdningernes opsparing, som steg betydeligt under første smittebølge, fortsat markant højere end før corona-udbruddet. Ifølge en analyse fra Den Europæiske Centralbank, ECB, blev den højere opsparing i euroområdet i høj grad drevet af begrænsede forbrugsmuligheder og er dermed i mindre grad et udtryk for større forsigtighed hos forbrugerne.⁹ Opsparingen kan derfor give et solidt afsæt for en stærk genopretning af forbruget, når restriktionerne løftes. I USA vil det private forbrug desuden blive yderligere understøttet af nye store finanspolitiske stimuli i 2021. Dog vil udskudt forbrug med stor sandsynlighed ikke blive indhentet fuldt ud, fordi det er koncentreret inden for oplevelsesøkonomien, hvor mængden af fritid også sætter en begrænsning på forbruget.

Investeringerne har været påvirket af høj økonomisk usikkerhed

Høj usikkerhed og nedlukning bidrog til, at investeringerne faldt kraftigt i 2020 på tværs af lande, jf. figur 17. Både i euroområdet og USA faldt investeringerne især i de brancher, der har været hårdest ramt af restriktioner, såsom transportsektoren.

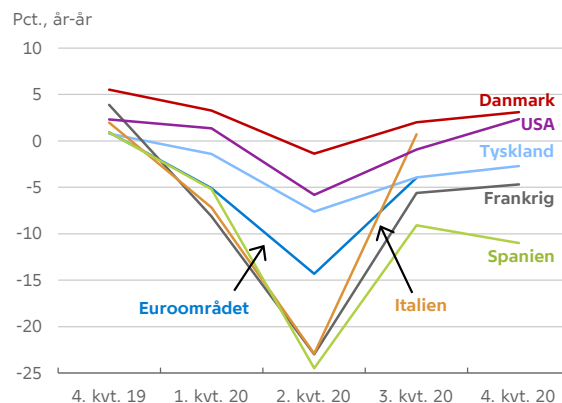
Kapacitetsudnyttelsen er i mange virksomheder steget igen efter første smittebølge, men den ligger fortsat på et lavere niveau end før corona-udbruddet i mange lande. Det peger i retning af et mindre behov for nye investeringer i den kommende tid. Samtidig betyder den fortsat høje usikkerhed, at mange virksomheder formentlig udskyder investeringer lidt endnu. I euroområdet er der dog udsigt til et markant løft i de offentlige investeringer på baggrund af de annoncerede genopretningsplaner.

Finanspolitiske stimuli understøtter økonomien

I 2020 steg den offentlige gæld betydeligt på tværs af lande som følge af store finanspolitiske hjælpepakker og høje udgifter til sygdomsbekæmpelse. I det kommende år vil finanspolitikken forblive meget lempelig i de fleste lande for at understøtte genopretningen. I de avancerede økonomier ventes gældskvoten således at stige lidt mere i 2021 for derefter at stabilisere sig på et noget højere niveau end før corona-udbruddet jf. figur 18.

Udsigt til begrænset stigning i investeringerne den kommende tid

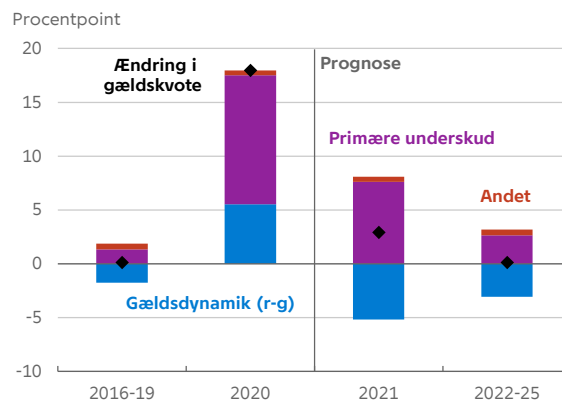
Figur 17



Anm.: Data for euroområdet er ekskl. Irland på grund af markante kvartalsvise udsving som følge af investeringsaktiviteter fra multinationale selskaber.
Kilde: Macrobond og egne beregninger.

Den offentlige gæld stabiliserer sig på et højere niveau i de avancerede økonomier de kommende år

Figur 18



Anm.: Figuren viser ændringen i en vægtet gennemsnitlig gældskvoten for avancerede økonomier. Gældsdynamik ($r-g$) henviser til forskellen mellem renten på statsgælden (r) og væksten i BNP (g).
Kilde: IMF.

⁹ Se Maarten Dossche og Stylianos Zlatanos, COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?, *ECB Economic Bulletin*, nr. 6, 2020. For en tilsvarende analyse for Danmark, se Svend G. Andersen, Nicolai R. Christensen og Rasmus Mose Jensen, Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere, *Danmarks Nationalbank Economic Memo*, nr. 2, februar 2021.

Indtil videre er mange af de ekstraordinære tiltag fra 2020 blevet forlænget, fordi restriktioner fortsat skaber svære betingelser for virksomheder og husholdninger.

I USA blev der i december vedtaget en ny hjælpepakke på 900 mia. dollar (ca. 4 pct. af BNP), der bl.a. indeholder nye kontantudbetalinger til befolkningen og midlertidigt højere ledighedsunderstøttelse.¹⁰ Derudover har Kongressen for nylig godkendt en ny stor hjælpepakke på ca. 1.900 mia. dollar (ca. 9 pct. af BNP). Hjælpepakken indeholder bl.a. nye kontantudbetalinger på op til 1.400 dollar pr. borger og midlertidigt højere ledighedsunderstøttelse frem til september. De nye stimuli vil især understøtte aktiviteten i 2021.

I de senere år har det lave renteniveau medvirket til at holde finansieringsomkostningerne nede, selv om den offentlige gæld er steget. I de kommende år ventes væksten at være højere end renten, og det betyder, at gældskvoterne umiddelbart kan holdes stabile, selv om landene kører med underskud på de offentlige finanser. Ændringer i rente- og vækstudsigter kan dog ændre gældsdynamikken i de enkelte lande og øge presset på de offentlige finanser.

Europa-Kommissionen meddelte i begyndelsen af marts, at den undtagelsesklausul, der er knyttet til de finanspolitiske regler i EU, ventes at blive forlænget til og med 2022. Når reglerne bliver aktiveret igen, skal medlemslandene som udgangspunkt nedbringe deres underskud og gæld gradvist, hvilket vil give anledning til finanspolitiske stramninger de efterfølgende år. Som udgangspunkt vil medlemslandene dog ikke modtage EU-henstillinger om at stramme finanspolitikken, før BNP-niveauet er tilbage på samme niveau som før corona-udbruddet.

Stabil udvikling på arbejdsmarkedene under anden smittebølge

I 2020 steg ledigheden i euroområdet kun lidt trods et betydeligt stød til den job-intensive servicesektor.

Ledigheden er faldet igen siden august og var i januar 8,1 pct. Den lave stigning i ledigheden afspejler en omfattende brug af lønkompensationsordninger, hvor store dele af arbejdsstyrken var på nedsat tid eller helt hjemsendt, uden at det havde betydning for ansættelsesforholdet. Den faldende efterspørgsel på arbejdskraft under første smittebølge blev således ikke fuldt ud afspejlet i ledighedstallene.

Anden smittebølge ser indtil videre heller ikke ud til at have haft store konsekvenser for beskæftigelsen. Nye restriktioner i Tyskland har betydet, at antallet af ansøgninger til den offentlige støtteordning i forbindelse med nedsat arbejdstid (*Kurzarbeit*) er steget igen i de seneste måneder, men omfanget har været noget mere begrænset sammenlignet med første smittebølge. Samtidig har de seneste ansøgninger været mere koncentreret inden for hotel- og restaurationsbranchen og de dele af detailbranchen, som har været lukket ned.

I USA har fremgangen i servicesektoren siden første smittebølge bidraget til en hurtig forbedring på arbejdsmarkedet. Ledigheden er således faldet betydeligt siden april sidste år og lå i februar på 6,2 pct. Det er dog stadig næsten dobbelt så højt som før corona-udbruddet. Pandemien betyder, at det især er inden for kontakt-intensive serviceerhverv, som fx hotel og restauration, at beskæftigelsen fortsat er markant lavere end før corona-udbruddet, jf. figur 19.

Faldet i ledigheden i USA siden april skal også ses i lyset af, at arbejdsstyrken er faldet med ca. 4 mio. personer i 2020, svarende til et fald på 2,5 pct.

Arbejdsmarkedene påvirkes i højere grad af pandemien i de lande, hvor kontakt-intensive erhverv, som fx turisme, står for en væsentlig del af den samlede beskæftigelse. I euroområdet gælder det bl.a. Italien og Spanien, hvor turismeindustrien udgør over 10 pct. af den samlede beskæftigelse. Derfor er der som udgangspunkt en højere risiko for flere langtidsledige

¹⁰ Hjælpepakken fra december 2020 indeholder 300 dollar om ugen i supplerende ledighedsunderstøttelse fra slutningen af 2020 og 11 uger frem, dvs. at den højere ydelse som udgangspunkt vil fortsætte indtil midten af marts. Beløbet kommer oven i den almindelige understøttelse, der i gennemsnit ligger på omkring 370 dollar om ugen. Under første smittebølge var den supplerende understøttelse på 600 dollar, indtil ordningen udløb i juli 2020. Den blev dog efterfølgende forlænget i seks uger med 300 dollar om ugen.

og en mere træg genopretning i disse lande. Samtidig er ledigheden generelt steget mere blandt visse grupper, herunder unge, personer med korte uddannelser og svag tilknytning til arbejdsmarkedet.

Udviklingen på arbejdsmarkedet betyder, at der fortsat er afdæmpet lønpres. Det gælder især i de brancher, der er hårdt ramt af restriktioner.

Afdæmpet prispres i euroområdet trods kraftig stigning i inflationen i januar

Inflationen i euroområdet og USA er stadig lavere end i perioden op til corona-udbruddet og et godt stykke under inflationsmålsætningen på 2 pct. Prisstigningerne er dog taget til i euroområdet i begyndelsen af det nye år. Inflationen steg således kraftigt i januar til 0,9 pct. fra -0,3 pct. i december, målt ved stigningstakten i det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP, jf. figur 20. Inflationen var uændret i februar på 0,9 pct.

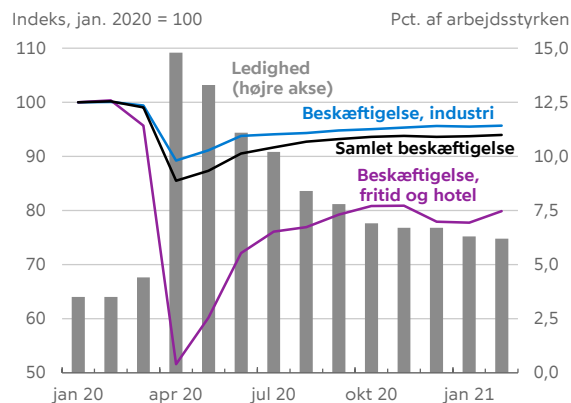
En del af stigningen i januar vil dog være forbigående, da den især afspejler nogle midlertidige forhold i Tyskland, herunder udløbet af den midlertidige momsned sættelse¹¹, en ny CO₂-afgift og en forhøjelse af mindstelønnen. Derudover blev vinterudsalget i Frankrig, Italien og Belgien udskudt og har derfor ikke som normalt trukket priserne nedad. Den samme udvikling kunne ses sidste sommer, da der var en lignende forsinkelse i sommerudsalget. Den kraftige stigning i inflationen i euroområdet skal også ses i lyset af, at vægtene i HICP-indekset er blevet opdateret, baseret på forbrugsmønstret under pandemien.¹² Mindre forbrug på bl.a. transport og rejser har reduceret deres vægte i HICP-indekset og dermed lettet det nedadrettede pres på inflationen fra kraftige prisfald i disse varegrupper.

ECB forventede i sin seneste prognose fra marts, at inflationen vil stige til 1,5 pct. i 2021 som følge af midlertidige faktorer. I 2023 ventes inflationen at være 1,4 pct.

I USA var den årlige stigning i forbrugerpriserne 1,5 pct. i januar, målt ved stigningstakten i privat-

Delvis genopretning på det amerikanske arbejdsmarked

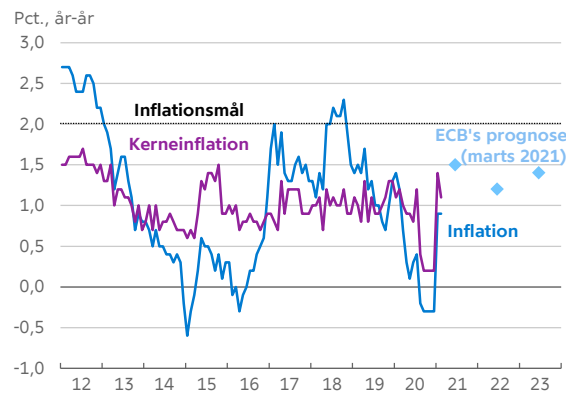
Figur 19



Anm.: Kategorien fritid og hotel dækker bl.a. over hoteller, restauranter, kulturinstitutioner og andre dele af oplevelsesøkonomien.
Kilde: Macrobond.

Midlertidige drivkræfter trækker inflationen op i euroområdet

Figur 20



Kilde: Macrobond og ECB.

11 I Tyskland blev momsens på fødevarer sat ned til 5 pct. fra 7 pct. og på øvrige varer til 16 pct. fra 19 pct. fra juli til december 2020.

12 Under normale omstændigheder er vægtene opdateret i januar hvert år og baseret på husholdningernes forbrugsudgifter fra to år før, dvs. vægtene var i 2021 baseret på forbrugsdata fra 2019.

forbrugsdeflatoren, PCE.¹³ Inflationen dæmpes bl.a. af energipriserne, som stadig er lavere, end før corona-pandemien brød ud. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, Fed, forventede i sin seneste prognose fra december, at inflationen vil stige til inflationsmålet på 2 pct. i løbet af de kommende år.

De markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet og USA er steget støt siden maj, og i USA er de nu tilbage omkring inflationsmålet, mens de i euroområdet stadig er noget under, jf. figur 21. Stigningen i USA afspejler en kombination af flere faktorer, herunder Fed's nye pengepolitiske strategi¹⁴, bedre vækstudsigter efter positive nyheder om vacciner og udsigten til en ny stor finanspolitisk hjælpepakke. Der er normalt en tæt sammenhæng mellem inflationsforventningerne i USA og euroområdet. Begivenhederne i USA kan derfor også have smittet af på inflationsforventningerne i euroområdet. Desuden har markedsforventningerne historisk set udviklet sig i takt med olieprisen, som er steget siden begyndelsen af maj og særligt de seneste måneder.

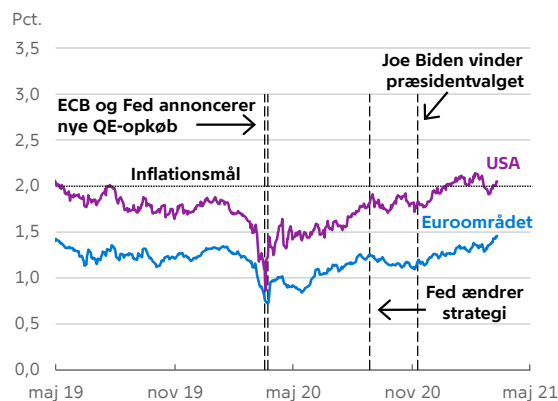
Udsigt til stærk genopretning i 2. halvdel af 2021, men usikkerheden er stadig høj

De globale vækstudsigter er stadig tæt forbundet med smitteudviklingen. På kort sigt begrænser restriktioner aktiviteten i store dele af økonomien i mange lande, men samtidig skaber udrulningen af vacciner en forventning om, at den globale økonomi vender tilbage til en mere normal tilstand i løbet af 2. halvdel af 2021. Samlet set forventer OECD derfor en vækst i den globale økonomi på 5,6 pct. i 2021, jf. figur 22.

I 2021 vil økonomierne fortsat blive understøttet af lempelig finans- og pengepolitik og gunstige finansielle vilkår. Især i USA ventes nye finanspolitiske stimuli at understøtte aktiviteten, hvilket også smitter positivt af på væksten i resten af verden. Ifølge OECD vil den nye hjælpepakke potentielt kunne løfte USA's BNP med 3-4 pct. over det næste år. I EU ventes den nye genopretningspakke at kunne

Inflationsforventningerne er steget betydeligt i USA

Figur 21

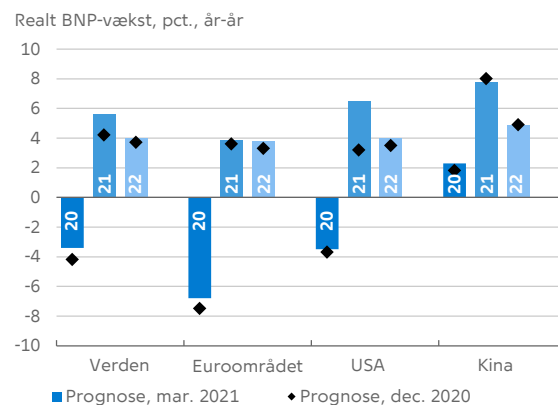


Anm.: De markedsbaserede inflationsforventninger i euroområdet er baseret på en 5 år-5 år-inflationsswap. For USA vises en 5 år-5 år break-even-inflationsrate, som er spændet mellem nominelle og inflationsindekseerede statsobligationsrenter.

Kilde: Macrobond og Refinitiv Eikon.

Udsigt til genopretning med høj global vækst de kommende år

Figur 22



Anm.: OECD's vækstskøn for "Verden" er beregnet ud fra nominelle BNP-vægte baseret på købekraftspariteter (PPP).

Kilde: OECD, *Interim Economic Outlook*, marts 2021.

13 Fed's fortrukne inflationsmål er kerne-PCE-inflationen, dvs. PCE-inflationen eksklusive energi og fødevarer.

14 Fed annoncerede en opdatering af sin pengepolitiske strategi i august 2020, der betyder, at Fed sigter efter en inflation på 2 pct. i gennemsnit over en periode. Det betyder, at hvis inflationen i en periode ligger under 2 pct., skal den tilsvarende også være over 2 pct.

løfte BNP-niveauet i EU med 1-2 pct. om året over de kommende år.¹⁵

Udviklingen i mange vækstøkonomier er ligesom i resten af verden fortsat påvirket af pandemien. I de fleste lande tager udrulningen af vacciner længere tid sammenlignet med i de avancerede økonomier, og derfor vil der sandsynligvis gå længere tid, før restriktionerne kan fjernes helt. Udsigterne for vækstøkonomierne som helhed er dog forbedret siden efteråret, hvilket især skyldes en gunstig udvikling i Kina og Indien. I lande med en relativt stor turismeindustri er der omvendt udsigt til, at genopretningen bliver mere langvarig.

Udsigterne for den globale økonomi er stadig forbundet med meget stor usikkerhed. I mange avancerede økonomier ser smittekurverne ud til at være knækket, men det er formentlig hastigheden af udrulning af vacciner, der bliver afgørende for, hvornår økonomien igen fungerer uden restriktioner. Forsinkelser i de nationale vaccineplaner kan derfor betyde, at genopretningen bliver mere langvarig. Det kan potentielt trække væksten i 2021 betydeligt ned. Omvendt kan stigningen i aktiviteten også komme hurtigere end ventet, når restriktionerne udfases, bl.a. på grund af store finanspolitiske stimuli og udsendt forbrug under pandemien. Det indebærer også en risiko for et ujævnt konjunkturforløb i nogle lande.

Den lange periode med restriktioner kan ikke undgå at sætte sine spor i nogle dele af økonomien. I en spørgeskemaundersøgelse blandt ledende virksomheder i euroområdet peger 20 pct. af virksomhederne på, at de står over for varige ændringer i efterspørgslen som følge af pandemien.¹⁶ Resultatet afspejler bl.a. en forventning om, at nye forbrugsvaner under pandemien vil fortsætte, når restriktionerne løftes. Det kan fx være mere omfattende brug af digitale løsninger, hvilket kan ventes at føre til bl.a. færre erhvervsrejser og lavere efterspørgsel i fysiske butikker. Selv om den ændrede adfærd kommer andre virksomheder til gode og potentielt

øger produktiviteten, skaber lavere efterspørgsel i nogle sektorer risiko for flere konkurser og højere ledighed på kort sigt.

På det handelspolitiske område blev usikkerheden i forbindelse med brexit væsentligt reduceret, efter at EU og Storbritannien indgik en handelsaftale ved udgangen af 2020. Desuden er den politiske forudsigelighed i USA blevet større efter præsidentvalget, og det kan også smitte positivt af på det regelbaserede internationale samarbejde. Handelspolitiske spændinger mellem USA og Kina udgør dog stadig en risiko for den globale økonomiske udvikling.

ECB har forlænget sit opkøbsprogram

ECB besluttede i december at forøge den samlede ramme for det ekstraordinære opkøbsprogram under pandemien, PEPP, med yderligere 500 mia. euro til i alt 1.850 mia. euro. Beslutningen blev truffet i lyset af de økonomiske virkninger af coronapandemiens genopblussen. ECB forlængede samtidig tidshorizonten for programmet med seks måneder, så det nu løber frem til udgangen af marts 2022. ECB besluttede også, at afdragene på obligationerne vil blive geninvesteret frem til og med slutningen af 2023. ECB lempede desuden vilkårene på de ekstraordinære markedsoperationer, TLTRO, og forlængede tidshorizonten for adgangen til de fordelagtige lån til juni 2022.

Annonceringen af udvidelsen var ventet af markedsanalytikerne og havde en begrænset effekt på statsrenterne i forhold til den første annoncering af PEPP i marts 2020. Samlet set har PEPP dog haft en betydelig effekt på renterne. Ifølge ECB's estimater har opkøbet af obligationer under pandemien reduceret den 10-årige statsrente i euroområdet med ca. 45 basispoint.¹⁷ ECB peger endvidere på, at gennemslaget formentlig er større, idet fleksibiliteten i PEPP har tilladt ECB at købe statsobligationer udstedt af de lande, der har haft de største behov i forhold til finansielle vilkår på et givet tidspunkt. Således er landefordelingen af opkøbene blevet tilpasset

15 Europa-Kommissionens skøn. De første udbetalinger fra faciliteten vil kunne ske fra midten af 2021, såfremt alle godkendelsesprocesser forløber problemfrit.

16 Se Eduardo Maqui og Richard Morris, The long-term effects of the pandemic: insights from a survey of leading companies, *ECB Economic Bulletin*, nr. 8, 2020.

17 Den 10-årige statsrente i euroområdet er vægtet med BNP. Estimatet er baseret på renteelasticiteten til ECB's Public Sector Purchasing Programme, PSPP. Se John Hutchinson og Simon Mee, The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis, *ECB Economic Bulletin*, nr. 5, 2020.

løbende. I takt med at markedsforholdene er blevet bedre, er der fx blevet opkøbt relativt færre italienske papirer i de seneste måneder sammenlignet med marts-maj sidste år, jf. figur 23.

Ved det seneste rentemøde i marts meddelte ECB, at det månedlige opkøb af obligationer under PEPP vil blive øget betydeligt i det kommende kvartal for at fastholde de lempelige finansielle vilkår. ECB's samlede obligationsopkøb i PEPP fra marts 2020 til januar 2021 var ca. 800 mia. euro, hvilket svarer til 65 pct. af nettoudstedelserne i euroområdet.

Statsrenterne er steget

Renterne på 10-årige statsobligationer er steget pludseligt i begyndelsen af det nye år, og den amerikanske statsrente steg i slutningen af februar til over 1,5 pct. for første gang i over et år, jf. figur 24. I euroområdet og USA afspejler udviklingen både stigningen i inflationsforventningerne og markedernes forventninger om højere vækst som følge af udsigten til nye finanspolitiske lempelser i USA og udrulningen af vacciner. I Italien faldt statsrenten dog efter nyheden om, at den tidligere ECB-chef Mario Draghi ville danne en ny regering. Det medførte en indsnævring af rentespændet til Tyskland.

Hældningen på de amerikanske og tyske rentekurver, målt som forskellen i renten på den 10-årige og 2-årige statsobligation, er blevet betydeligt stejlere. Det er typisk en indikation på, at de finansielle markeder forventer et økonomisk opsving og tiltagende inflation.

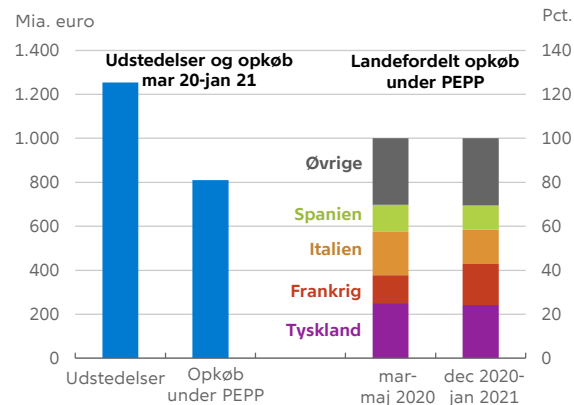
Aktiemarkedene er fortsat med at stige

Aktiemarkedene har været i kraftig fremgang siden det bratte fald i foråret 2020. I USA og Danmark er de toneangivende aktieindeks således på rekordhøje niveauer, jf. figur 25. I euroområdet er aktiekurserne dog kun tilbage på niveauet før corona-udbruddet. Stigningerne er bl.a. understøttet af de omfattende penge- og finanspolitiske tiltag og udrulningen af vacciner i Europa og USA.

Når det europæiske indeks er steget mindre end det amerikanske siden slutningen af marts, skyldes det bl.a. forskelle i sektorsammensætningen i de to indekser. Det amerikanske indeks har en større vægt af virksomheder inden for teknologi og sundhed, som begge er sektorer, der har klaret sig godt gennem krisen. Det europæiske indeks har relativt flere industrivirksomheder, der var særligt hårdt ramt af nedlukningerne under første bølge.

ECB tilpasser løbende sit opkøb på tværs af lande

Figur 23

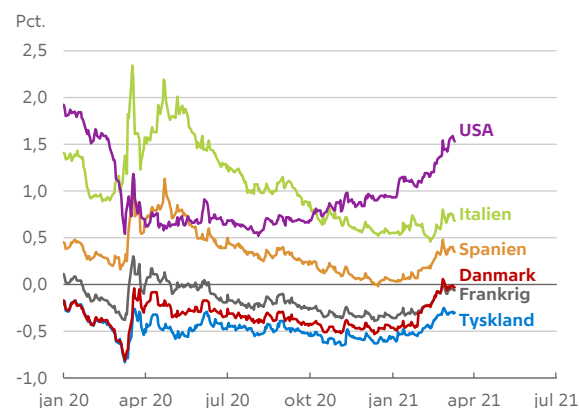


Anm.: Nettoudstedelser i euro-obligationer i euroområdet og ECB's opkøb (på de sekundære markeder) under PEPP fra marts til januar 2021. Landfordelt opkøb under PEPP er af papirer udstedt af den offentlige sektor.

Kilde: ECB.

Statsrenterne er steget i begyndelsen af det nye år

Figur 24



Anm.: 10-årige statsobligationsrenter.

Kilde: Macrobond.

Dollaren svækket, og euro styrket

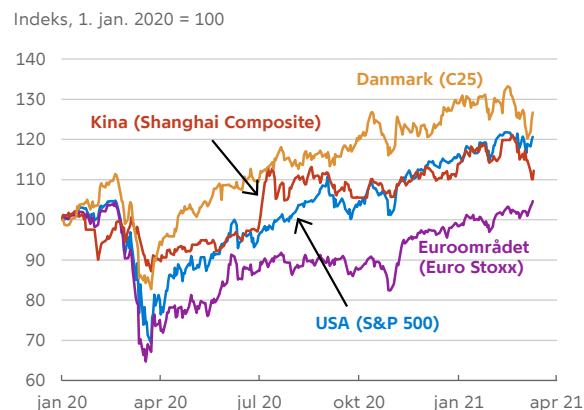
Den effektive dollarkurs er svækket markant siden slutningen af marts 2020. Ved udgangen af året nåede den således ned på sit svageste niveau i knap tre år, men det er dog stadig langt fra niveauet i finans- og statsgældskriseårene. Svækkelsen skal bl.a. ses i lyset af den meget lempelige pengepolitik i USA, mindre usikkerhed efter præsidentvalget, samt at risikoaversionen, som fik dollaren til at stige i marts 2020, har været på retræte.

Den effektive eurokurs blev styrket kraftigt i løbet af 2020 og nåede sit højeste niveau siden finanskrisen. Styrkelsen blev bl.a. udløst af mere positive vækst-udsigter efter vedtagelsen af EU's genopretningsfond i sommeren 2020 og udsigten til vacciner mod coronavirusen.

Det britiske pund blev styrket over for euro, efter at aftalen mellem Storbritannien og EU kom på plads ved udgangen af 2020. Styrkelsen er fortsat ind i det nye år, hvilket bl.a. afspejler en betydeligt hurtigere vaccineudrulning i Storbritannien end i resten af Europa.

Aktiemarkederne i USA og Danmark er på rekordhøje niveauer

Figur 25



Kilde: Macrobond.

Bilag: Antagelser og revisioner i prognosen for dansk økonomi

Prognosen er udarbejdet ved brug af den makro-økonomiske model MONA og tager udgangspunkt i den foreliggende konjunkturstatistik, herunder Danmarks Statistiks kvartalsvise nationalregnskab for 4. kvartal 2020. Prognosen er udarbejdet på baggrund af offentliggjort statistik til og med 10. marts 2021. Derudover bygger fremskrivningen på en række antagelser om den internationale økonomi, de finansielle forhold og finanspolitikken.

International økonomi

Eksportmarkedsvæksten forudsættes at blive 2,9 pct. i 2021, 9,8 i 2022 og 3,9 pct. i 2023. Væksten i 2021 er svagere end hidtil forudsat, hvorimod den er større i 2022 (henholdsvis -1,2 procentpoint i 2021 og 3,4 procentpoint i 2022), hvilket afspejler de seneste prognoser fra OECD, IMF og Europa-Kommissionen. Nedjusteringen afspejler et større tilbageslag i 1. halvdel af 2021, mens den højere vækst i 2022 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 -0,4 pct.

Den gennemsnitlige obligationsrente er et gennemsnit af de effektive renter på udestående stats- og realkreditobligationer. Den ventes at ligge fladt på 0,3 pct. i 2021 og herefter stige til 0,4 pct. og 0,6 pct. i henholdsvis 2022 og 2023.

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

I midten af marts 2021 lå olieprisen omkring 65 dollars pr. tønde. Det antages, at olieprisen følger futurespriserne, som falder gradvist til knap 60 dollars pr. tønde ved udgangen af 2023.

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, december 2020* og *Opdateret 2025-forløb, august 2020*.

Det reale offentlige forbrug antages at stige 1,4 pct. i år, 0,8 pct. i 2022 og 1,1 pct. i 2023. De offentlige investeringer antages at stige 6,3 pct. i 2021, 3,6 pct. i 2022 og 0 pct. i 2023, jf. tabel A.1.

Revisioner i forhold til seneste prognose

Skønnet for BNP-væksten er nedjusteret med -1,5 procentpoint i år i forhold til seneste prognose, men opjusteret med 1,2 procentpoint i 2022. Nedjusteringen i 2021 skal ses i lyset af nedlukningen af dansk og international økonomi i begyndelsen af året. Skønnet for stigningstakten i forbrugerpriserne, HICP, er nedjusteret 0,2 procentpoint i 2022.

Oversigt over prognosens antagelser

Tabel A.1

	2020	2021	2022	2023
International økonomi:				
Eksportmarkedsvækst, pct. år-år	-10,9	2,9	9,8	3,9
Udenlandsk pris ¹ , pct. år-år	-2,2	0,7	1,5	1,6
Udenlandsk timeløn, pct. år-år	1,4	1,8	2,3	2,6
Finansielle forhold mv.:				
3-måneders pengemarkedsrente, pct. p.a.	-0,6	-0,4	-0,5	-0,4
Gennemsnitlig obligationsrente, pct. p.a.	0,3	0,3	0,4	0,6
Effektiv kronekurs, 1980 = 100	104,1	104,6	104,6	104,6
Dollarkurs, DKK pr. USD	6,5	6,2	6,2	6,2
Oliepris, Brent, USD pr. tønde	41,8	64,6	61,2	58,4
Finanspolitik:				
Offentligt forbrug, pct. år-år	-0,1	1,4	0,8	1,1
Offentlige investeringer, pct. år-år	17,9	6,3	3,6	0,0
Offentlig beskæftigelse, 1.000 personer	833	845	835	839

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

Ændringer i prognosen

Tabel A.2

Pct., år-år	BNP			Forbrugerpriser, HICP		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Prognose fra december	-3,9	2,9	3,3	0,3	1,1	1,4
Bidrag til ændret skøn fra						
Eksportmarkedsvækst	-0,1	-0,4	0,8	0,0	0,0	-0,1
Renteudvikling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valutakurser	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Oliepriser	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1
Andre faktorer	0,7	-1,1	0,5	0,0	-0,5	-0,3
Denne prognose	-3,3	1,4	4,5	0,3	1,1	1,2

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

UDGIVELSER



NYT

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



ANALYSE

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



RAPPORT

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



ECONOMIC MEMO

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



WORKING PAPER

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

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

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Redaktionen er afsluttet
10. marts 2021



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION