

DANMARKS NATIONALBANK

11. FEBRUAR 2021 — NR. 2

Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere

Svend Greniman Andersen
Senior Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
sga@nationalbanken.dk

Rasmus Mose Jensen
Senior Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
rmj@nationalbanken.dk

Forfatterne er ansvarlig for synspunkter og konklusioner i dette memo. De afspejler ikke nødvendigvis Nationalbankens.

Nicolai Risager Christensen
Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
nrc@nationalbanken.dk

Høj opsparing under corona var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere

Resume

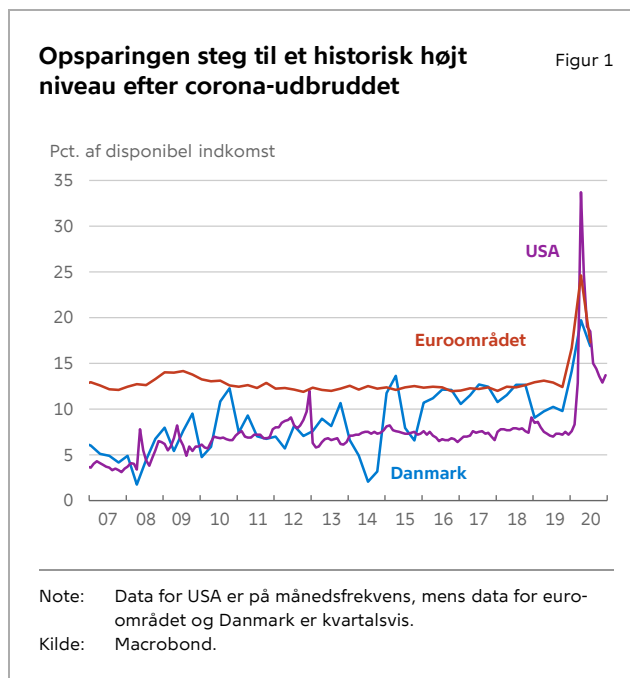
Husholdningernes opsparing steg til et historisk højt niveau under første bølge af corona-pandemien i Danmark og flere andre lande. Det var især forbruget, som faldt under nedlukningen, mens den disponible indkomst var omtrent uændret i Danmark.

Resultater fra en økonometrisk model peger på, at den øgede opsparing i Danmark var drevet af restriktioner snarere end forsigtige forbrugere. Det estimerede omfang af forsigtighedsopsparing har dermed indtil videre været forholdsvis begrænset og mindre end under finanskrisen.

Under corona-pandemien er husholdningernes bankindsud steget betydeligt. Hvis pengene omsættes til forbrug efter pandemien, kan normaliseringen blive hurtig og forbrugsvæksten kraftig.

Opsparingen steg markant under corona-pandemiens første bølge

Udbruddet af corona-pandemien påvirkede den økonomiske udvikling kraftigt i 2020. En væsentlig tendens var en stor stigning i husholdningernes opsparingskvote, dvs. husholdningernes opsparing målt i forhold til deres indkomst. I Danmark steg opsparingskvoten fra ca. 10 pct. i 4. kvartal 2019 til ca. 20 pct. i 2. kvartal 2020, hvor store dele af samfundet var lukket ned for at dæmpe smittespredningen. Opsparingen blandt danske husholdninger steg dermed til det højeste niveau i mere end 20 år. Samme tendens var tydelig i mange andre lande, herunder i USA og euroområdet, jf. figur 1.

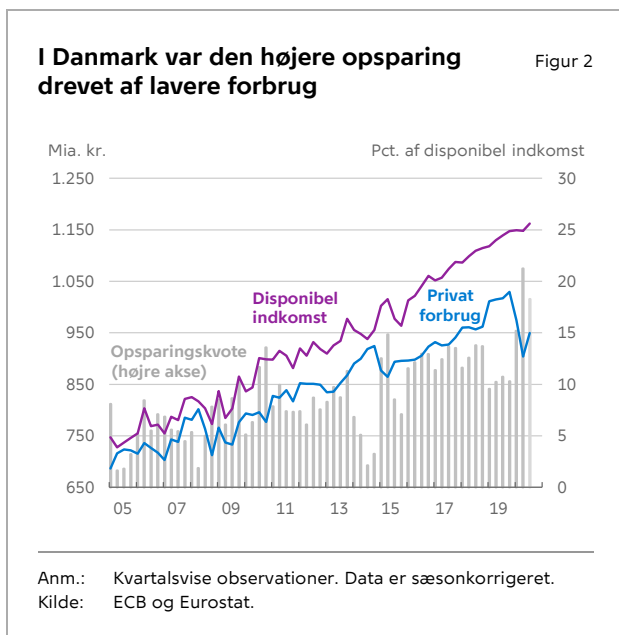


Høj opsparing var primært drevet af lavere forbrug

Ændringer i husholdningernes opsparing kan have stor effekt på den økonomiske udvikling. For en given indkomst svarer højere opsparing

til lavere forbrug, hvilket giver lavere efterspørgsel i økonomien. Husholdningernes opsparingsadfærd kan opgøres ved opsparingskvoten, som er et udtryk for, hvor meget husholdningernes opsparing udgør af deres disponible indkomst. Stigningen i opsparingskvoten kan således enten skyldes, at forbruget er faldet, eller at den disponible indkomst er steget.

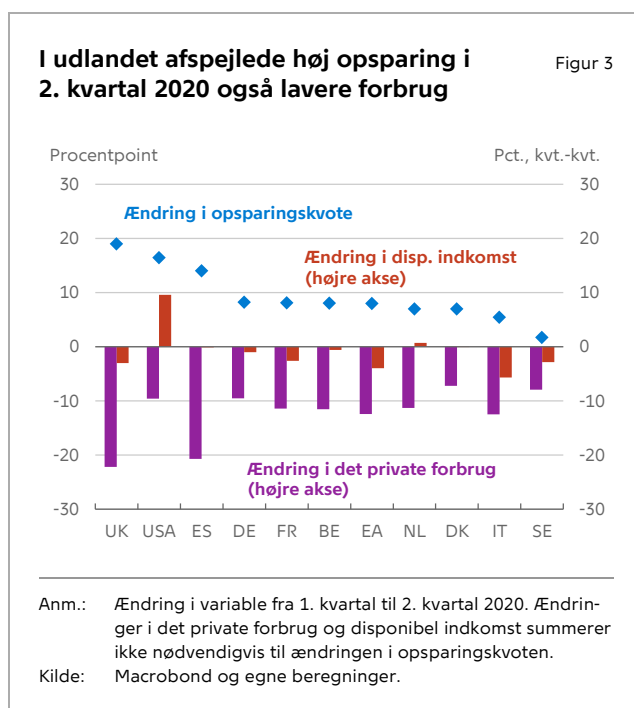
Stigningen i opsparingskvoten i Danmark i 1. halvår 2020 skyldes i høj grad et stort fald i forbruget, mens indkomsterne var omtrent uændrede, jf. figur 2. Indkomsterne har under corona-tilbageslaget i stort omfang været holdt oppe af forskellige hjælpeordninger såsom ordningen med lønkompensation, jf. Bess og Werner (2020). De eksisterende ordninger for understøttelse til ledige er desuden relativt generøse i Danmark sammenlignet med andre lande.



I nogle lande, herunder i USA og Storbritannien, steg opsparingskvoten mere end i Danmark. Det kan skyldes, at forbruget i disse lande har været mere påvirket af restriktioner og adfærdændringer. Tilbageslaget kan også have påvirket husholdningernes disponible indkomst mere, fx som følge af tabt arbejdsindkomst (re-

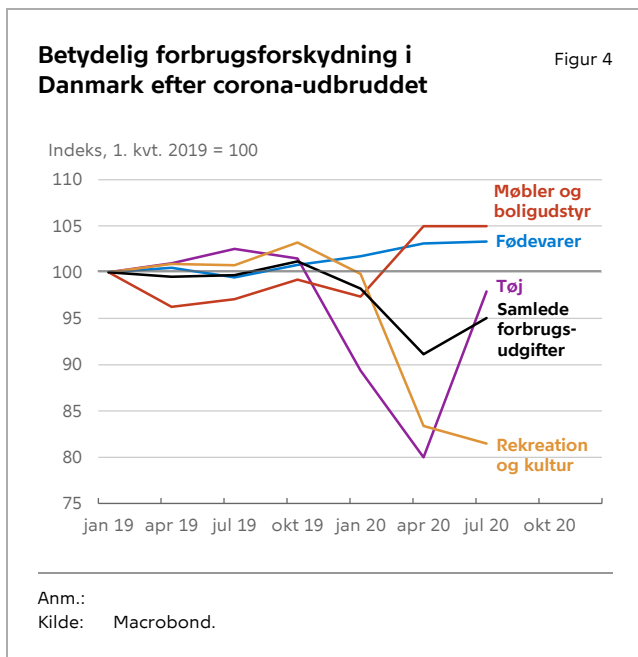
ducerer opsparingen) eller højere overførsler fra det offentlige (øger opsparingen).

I de fleste lande steg opsparingskvoten primært som følge af et betydeligt fald i forbruget i 2. kvartal, jf. figur 3. I USA var stigningen i opsparingen dog også drevet af en stigning i den disponible indkomst som følge af højere ledighedsunderstøttelse og kontantudbetalinger til borgerne, som var en del af den amerikanske hjælpepakke fra marts.



Store forskydninger i forbrugsmønstret som følge af corona-pandemien

Nedlukningen i 2. kvartal 2020 betød, at forbruget i Danmark faldt inden for stort set alle forbrugskategorier på nær fødevarer. Faldet i forbruget var særligt udtalt i brancher, der indebærer en høj grad af social interaktion eller fysisk kontakt. I specifikke brancher, herunder inden for rekreation og kultur, forblev forbruget på et markant lavere niveau, selv om det samlede forbrug steg igen efter genåbningen efter første bølge af pandemien, jf. figur 4. Der skete således en substitution fra serviceydelser over mod bestemte forbrugsgoder. Dette mønster tegnede sig også i andre lande.



De mange restriktioner for at begrænse fysisk kontakt ramte nogle dele af økonomien ekstra hårdt. Det betød også, at genopretningen af den økonomiske aktivitet efter genåbningen skete i forskellige hastigheder på tværs af sektorer. Et lignende mønster ses i den aktuelle situation.

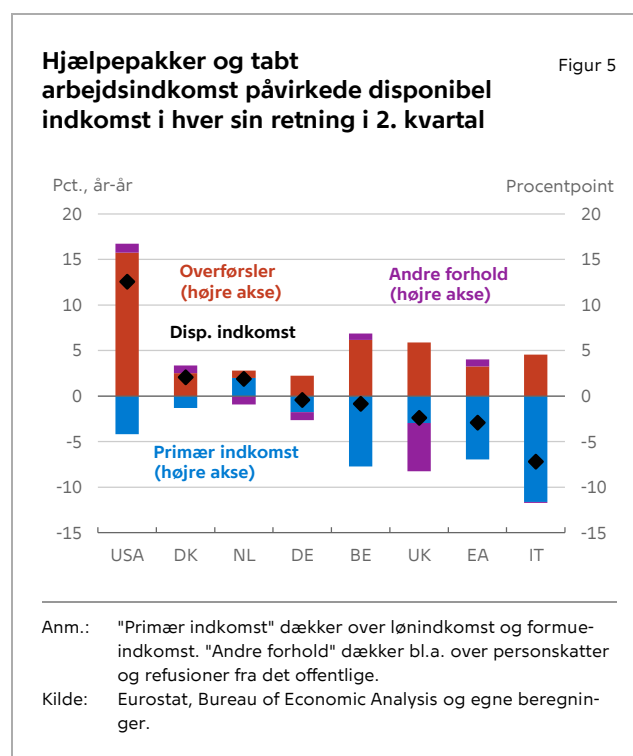
Tilsvarende påvirkede restriktionerne husholdningernes forbrug og opsparing forskelligt på tværs af indkomstsegmenter. Et studie af kortomsætningen i USA viser fx, at forbruget faldt mere blandt husholdninger med høj indkomst, jf. Chetty m.fl. (2020). Det kan afspejle, at de rigeste husholdninger normalt forbruger flere ikke-essentielle goder og services, såsom restaurantbesøg og rejser, der i højere grad var underlagt restriktioner. Det peger således på, at det især var de rigeste husholdninger, der reducerede deres forbrug og dermed øgede deres opsparing¹.

¹ Omvendt er der en tendens til, at lønmodtagere i de brancher, der har været hårdest berørt af smittehæmmende restriktioner, kommer fra husholdninger med lavere indkomst og en højere forbrugskvotende end andre husholdninger. Estimer på danske registerdata viser, at den type husholdninger har en høj *marginal* forbrugstilbøjelighed ved midlertidige indkomststød og dermed ikke udjævner forbruget i samme grad som husholdninger med flere aktiver. Det bidrager isoleret set til en reduktion i den aggregerede forbrugskvotende på kortere sigt, jf. Andersen m.fl. (2020).

Den disponible indkomst blev påvirket af offentlige støttetiltag og tabt arbejdsindkomst

Ud over de betydelige ændringer i forbruget kan ændringer i den disponible indkomst også have påvirket opsparingskvotenden. Som nævnt har de mange offentlige støttetiltag i Danmark fx medvirket til at understøtte den disponible indkomst under pandemien. Det gælder også i de fleste andre lande, hvor der er blevet gennemført store hjælpepakker for at holde hånden under husholdninger og virksomheder.

Udviklingen i den disponible indkomst under første bølge var drevet af to modsatrettede effekter: Lavere arbejdsindkomst trak den disponible indkomst ned, mens højere overførsler fra det offentlige trak op. Der er dog stor forskel på, i hvor høj grad disse faktorer påvirkede den disponible indkomst på tværs af lande, jf. figur 5.



I USA steg den disponible indkomst i 2. kvartal som følge af den midlertidigt højere ledighedsunderstøttelse og kontantoverførsler fra staten

til borgerne². I mange andre lande faldt den disponible indkomst derimod. Det kan bl.a. skyldes, at lønmodtagere blev afskediget eller fik nedsat arbejdstiden og derfor fik en indkomstnedgang trods omfattende lønkompensationsordninger flere steder.

Høj opsparring drevet af restriktioner snarere end forsigtighed

Tvungen eller frivillig opsparring?

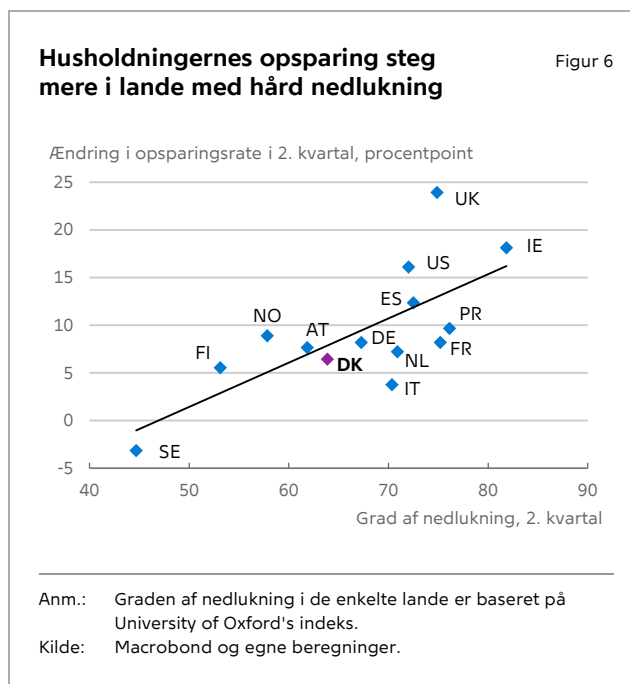
Under corona-pandemiens første bølge kan stigningen i opsparringen overordnet være sket af to forskellige årsager. Først og fremmest begrænsede de mange restriktioner for at dæmpe smittespredning husholdningernes forbrugsmuligheder, hvilket førte til lavere forbrug og dermed højere opsparring (ufrivillig opsparring). For det andet kan corona-krise have øget husholdningernes præference for at spare op og dermed polstre sig bedre mod dårligere tider (forsigtighedsopsparring). En økonomisk krise kan fx føre til forventninger om stigende ledighed og dermed højere risiko for at komme ind i en periode med lavere indkomst.

Forklaringen bag den højere opsparring kan give indikationer om hastigheden af den økonomiske genopretning efter pandemien. Hvis stigningen afspejler, at efterspørgsel blev opkoblet som følge af begrænsede forbrugsmuligheder, kan det tale for en hurtig genopretning af forbruget i takt med, at restriktionerne løftes. Husholdningerne vil da i en periode forbruge en større andel af deres indkomst, end de gjorde før corona-tilbageslaget. Hvis stigningen derimod afspejler en øget præference for opsparring ud fra et forsigtighedshensyn, kan det

imidlertid pege på en mere langsom genopretning.

Opsparingen steg især i lande med hård nedlukning

For at få en bedre forståelse af, hvilke forhold der påvirkede husholdningernes opsparring under pandemiens første bølge, ses der først nærmere på udviklingen på tværs af lande. Der var en tæt positiv sammenhæng mellem graden af nedlukning og opsparringen, jf. figur 6. Det tyder på, at en stor del af den høje opsparring skyldtes, at husholdningerne havde færre forbrugsmuligheder. Adfærdsændringer relateret til virusudbruddet spillede formentlig også en rolle.

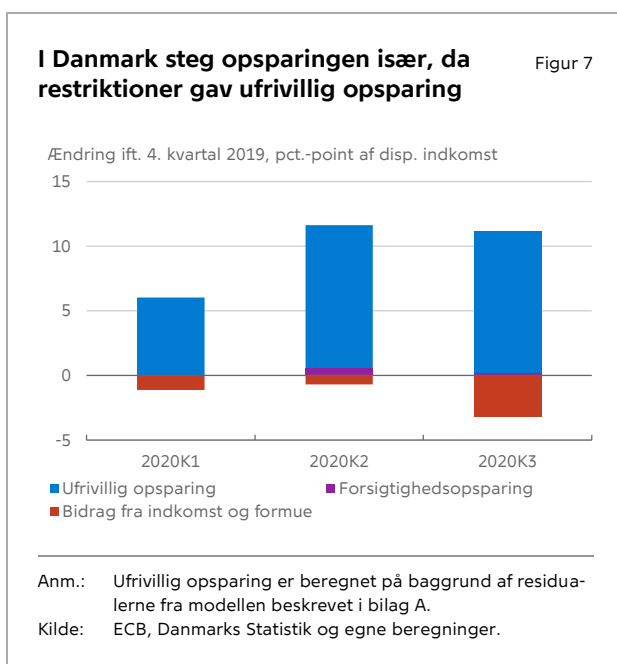


I Danmark var den øgede opsparring drevet af restriktioner og i mindre grad forsigtighed

For at kvantificere bidraget til den stigende opsparring i Danmark fra forsigtighedsopsparring, ufrivillig opsparring og andre faktorer, estimeres en økonometrisk model for opsparringskvoten, jf. bilag A. Der anvendes data for Danmark, Holland og Belgien, der alle er kendetegnet ved at være små, åbne økonomier.

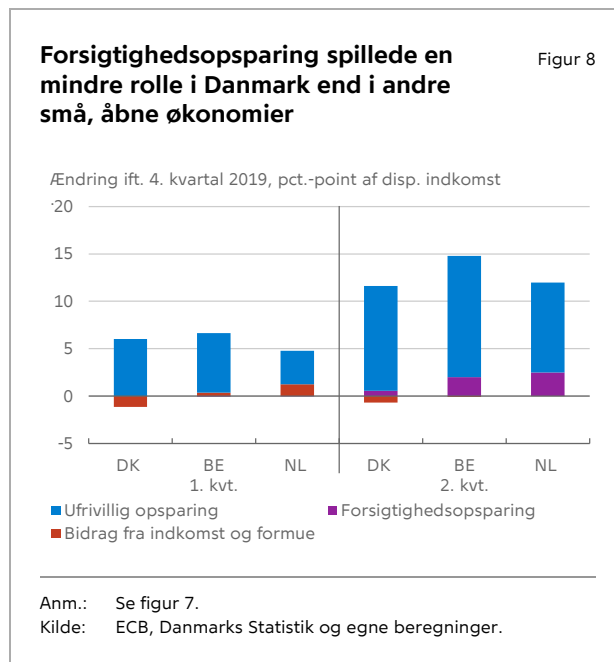
² Den amerikanske hjælpepakke "Cares Act" vedtaget i marts indebar en supplerende arbejdsløshedsunderstøttelse på 600 dollar om ugen fra april og fire måneder frem. Denne ordning udløb ved udgangen af juli. Præsident Trump udstedte et dekret i august, som medførte en supplerende understøttelse på 400 dollar frem til december 2020. Derudover indebar Cares Act en skatterabat, der medførte en engangsudbetaling på 1.200 dollar for individer med en årsindkomst på under 75.000 dollar, jf. Council of Economic Advisers (2020).

Resultaterne viser, at forsigtighedsopsparing udgjorde 0,6 procentpoint svarende til omtrent 5 pct. af stigningen i opsparingskvoten fra 4. kvartal 2019 til 2. kvartal 2020, jf. figur 7. Tilsvarende var ca. 85 pct. drevet af restriktioner mv.. Stigningen i husholdningernes opsparing under den første corona-bølge var således først og fremmest en konsekvens af de mange smittehæmmende tiltag og nedlukninger, muligvis kombineret med midlertidige adfærdsændringer for at mindske smitterisiko.



Betydningen af forsigtighedsopsparing i Danmark under første corona-bølge er også relativt beskeden set i en international kontekst. For Holland og Belgien kan op mod 2,5 procentpoint svarende til 21 pct. af stigningen i opsparingen forklares ved forsigtighedsopsparing, jf. figur 8. For de fem største eurolande er den tilsvarende andel ca. 13 pct., jf. Dossche og Zlatanov (2020). At forsigtighedsopsparing i Danmark spillede en relativt lille rolle kan skyldes størrelsen af det sociale sikkerhedsnet herhjemme. Bl.a. fungerer en mere omfattende ledighedsunderstøttelse som en forsikring mod indkomstnedgang for husholdninger. Dertil kommer et på mange måder mere gunstigt makroøkonomisk udgangspunkt med en lang

periode med lav ledighed og velpolstrede husholdninger op til krisen.³



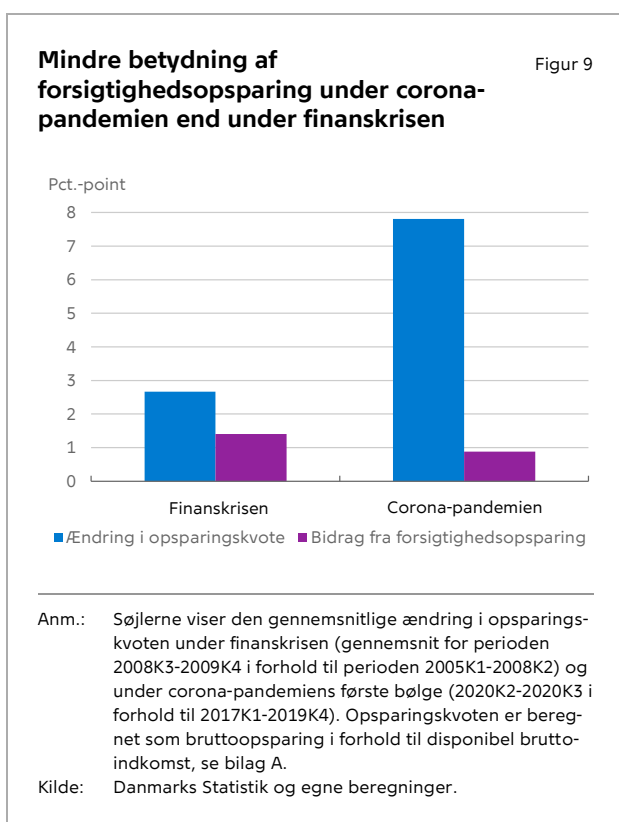
Mindre forsigtighedsopsparing under corona end efter finanskrisen

Under finanskrisen spillede forsigtighedsopsparing en relativt større rolle end under coronapandemiens første bølge, jf. figur 9. Forsigtighedsopsparing udgjorde under finanskrisen op mod halvdelen af stigningen i opsparingskvoten. Den relativt store betydning af forsigtighedsopsparing afspejlede bl.a., at ledigheden steg vedvarende, og at mange husholdninger oplevede store formuetab som følge af store boligprisfald. Mange husholdninger var derfor nødsaget til at nedbringe deres gæld og ønskede at øge deres opsparing i årene efter for at have mere at stå imod med under en fremtidig krise.

Under corona-tilbageslaget har dele af stigningen i ledigheden derimod været mere kortvarig, og husholdningerne har generelt haft et bedre økonomisk udgangspunkt. Med en relativt beskeden rolle for forsigtighedsopsparing i

³ En regressionsanalyse på tværs af 15 OECD-lande indikerer, at opsparingen især steg i lande med en mindre kompensationsgrad ved ledighed. Dette gælder ud over det, som kan forklares ved graden af nedlukning i det pågældende land.

Danmark under første corona-bølge er det rimeligt at forvente, at stigningen i husholdningernes opsparringskvote vil være midlertidig. Forbruget var og er først og fremmest lavere, fordi husholdningernes forbrugsmuligheder har været begrænset af smittehæmmende restriktioner samt adfærdændringer for at mindske smitterisiko. Forbruget må derfor forventes at stige igen, efterhånden som pandemien ebber ud, og restriktionerne ophæves.

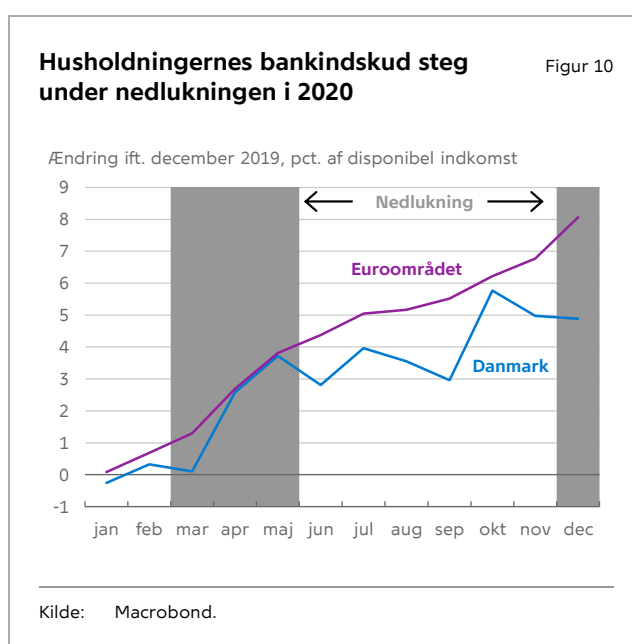


Ophobet efterspørgsel kan give øget forbrug og faldende opsparing efter corona

Stigende bankindskud kan veksles til ophobet efterspørgsel, når restriktionerne løftes

Den fremadrettede opsparringsadfærd er afgørende for styrken af den økonomiske genopretning de kommende år. Udsigterne for opsparringskvoten er imidlertid forbundet med en del usikkerhed, og der er ikke noget entydigt svar på, hvor hurtigt den vil aftage. På den ene side

er husholdningernes bankindskud øget betydeligt i Danmark og euroområdet under coronapandemien, jf. figur 10. Det giver et solidt afsæt for en hurtig normalisering af den høje opsparringskvote, fx hvis husholdningerne bruger midlerne på ophobet efterspørgsel efter bl.a. rejser og restaurantbesøg, når pandemien er aftaget. Hvis denne effekt bliver tilstrækkelig stor, kan det give anledning til et scenarie, hvor opsparringskvoten falder under niveauet fra før pandemien i en periode, jf. blå linje i figur 11.



Derudover pegede resultaterne fra den modelbaserede analyse på, at det især var restriktioner, som havde hæmmet forbruget og skabt ufrivillig opsparing i Danmark. Det taler ligeledes for en faldende opsparringskvote, når pandemien er aftaget, og restriktionerne løftes. Opsparingskvoten kan falde til niveauet fra før pandemien i et scenarie, hvor forbrugsmulighederne normaliseres, men der samtidig ikke sker en egentlig indhentning af tidligere ophobet efterspørgsel, jf. den lilla linje i figur 11.

Modsat kan der også argumenteres for, at opsparringen i en periode fortsat vil være på et højere niveau end før pandemien, dvs. et forløb svarende til den røde linje i figur 11. Fx peger

den seneste udvikling i husholdningernes bankindskud på, at opsparingen steg igen mod slutningen af 2020, hvor anden bølge af pandemien medførte nye restriktioner og dermed begrænsede forbrugsmuligheder. Desuden kan nye engangsudbetalinger til husholdningerne fra økonomiske hjælpepakker også tænkes at øge opsparingen midlertidigt i flere lande. I Danmark omfatter det fx udbetalingen af de sidste indefrosne feriepenge i foråret 2021, mens den nye amerikanske præsident Joe Biden i januar annoncerede en større finanspolitisk hjælpepakke i USA, som bl.a. indeholder direkte kontantudbetalinger på op til 1.400 dollar pr. individ.

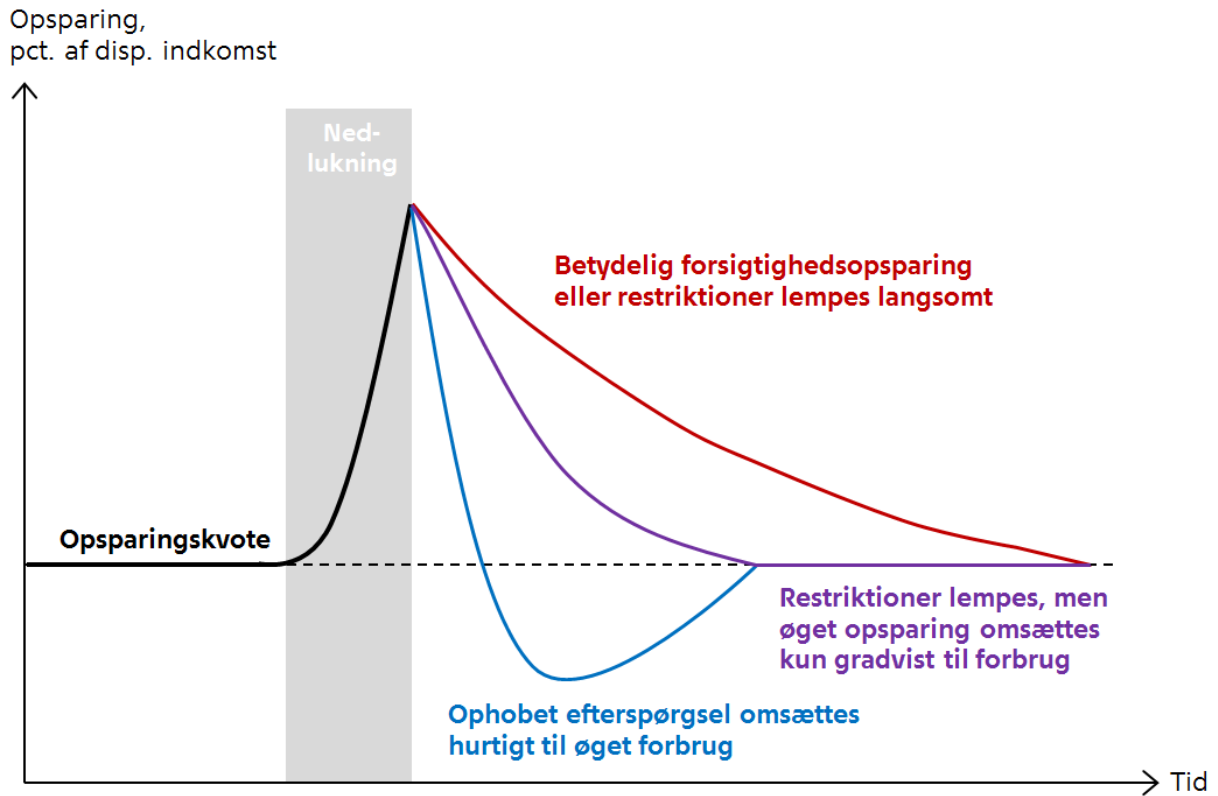
Ud over en øget opsparing har der under pandemien været en markant forbrugsforskydning mod en række varige forbrugsgoder, bl.a. møbler og boligudstyr. Disse forbrugsgoder er kendetegnet ved, at de ofte anvendes over en årrække, dvs. behovet for yderligere anskaffelser kan derfor umiddelbart være mættet. Det kan dæmpe forbruget og dermed bidrage til en fortsat høj opsparing, hvis ikke denne del af forbruget erstattes fuldt ud af andre køb.

Endelig er der en risiko for større forsigtighedsopsparing end hidtil, hvis coronapandemien trækker ud eller tilbagerulninger af støtteordninger på arbejdsmarkedet skaber større usikkerhed om fremtidig indkomst. Den-

ne risiko vil givetvis være størst i de lande, som har været hårdest ramt af pandemien, eller hvor det sociale sikkerhedsnet er mindst.

Mulige scenarier for udvikling i opsparingskvoten efter corona-pandemien

Figur 11



Anm.: Figuren viser tre stiliserede forløb for opsparingskvoten efter corona-pandemien med henblik på at illustrere en række mulige drivkræfter. I praksis vil udviklingen i den faktiske opsparingskvote givetvis afspejle en kombination af disse forløb.

Kilde: Egen illustration.

Litteratur

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

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

Bess, Mikkel, Erik Grenestam, Alessandro Tang-Andersen Martinello og Jesper Pedersen (2020), Uncertainty and the Real Economy: Evidence from Denmark, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 165, november 2020.

Chetty, R., J. Friedman, N. Hendren, M. Stepner og Opportunity Insights Team (2020), The Economic Impact of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built from Private Sector Data, *NBER Working Paper No. 27431*, juni 2020.

Council of Economic Advisers (2020), Evaluating the effects of the Economic response to COVID-19, august 2020.

Dossche, Maarten og Stylianos Zlatanov (2020), COVID-19 and the increase in household savings: precautionary or forced?, *ECB Economic Bulletin*, Issue 6/2020.

Mody, A., F. Ohnsorge og D. Sandri, "Precautionary savings in the Great Recession", *IMF Economic Review*, Vol. 60, 2012, s. 114-138.

Nationalbanken (2020), Smittespredning forsinket genopretningen, *Danmarks Nationalbank Analyse (Udsigter for dansk økonomi)*, nr. 26, december 2020.

Bilag A

Beregning af bidrag til øget opsparing

Boks 1

For at beregne bidraget til ændringer i opsparingskvoten fra forsigtighedsopsparing, ufrivillig opsparing og andre faktorer, opstilles følgende kvartalsvise paneldatamodel for Danmark, Holland og Belgien for perioden 2000K1-2019K2:

$$S_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{it} + \alpha_2 \Delta \ln DI_{it+1} + \alpha_3 W_{it-1} + \alpha_4 CC_{it} + \text{land}_i + \text{kvartal}_t + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

hvor S_{it} angiver husholdningernes opsparingskvote i land i i periode t , UE_{it} angiver forventninger til ledigheden, $\Delta \ln DI_{it+1}$ angiver log-ændringen i den realiserede indkomst i den efterfølgende periode, W_{it-1} er husholdningernes finansielle nettoformue i foregående periode, CC_{it} er et mål for kreditstandarder, land_i og kvartal_t er en samling dummier for henholdsvis land og tidsperiode, og ε_{it} er et fejlledd.

Modellen følger Dossche og Zlatanos (2020), og Mody et al. (2012) viser, hvordan ligning (1) kan inspireres af en simpel strukturel model for opsparing. Her defineres forsigtighedsopsparing som ændringer i opsparing forårsaget af ændringer i sandsynligheden for ledighed. Denne definition vælges dels, fordi fremtidig ledighed for de fleste husholdninger vil udgøre den største risiko for en indkomstnedgang og dermed behov for rettidig opsparing, og dels fordi husholdninger kan reagere på forventninger om fremtidig ledighed, uanset om ledigheden stiger eller ej. Data for ledighedsforventninger er desuden tilgængelige længere frem end data for selve ledigheden. Effekten af forventede ændringer i den permanente indkomst forsøges opfanget ved at kontrollere for forventet fremtidig indkomst, approksimeret ved den realiserede indkomst i næste periode. Eksogene stød til husholdningernes formue påvirker den efterfølgende opsparing, og derfor er husholdningernes formue i den foregående periode inkluderet som forklarende variabel. Ændringerne i opsparingskvoten, som ikke kan forklares af modellen, kan bl.a. henføres til effekter af smittehæmmende restriktioner samt midlertidige adfærd ændringer for at mindske smitterisiko. Det skal især ses i lyset af, at modellen har en god forklaringskraft i estimationsperioden ($R^2=0,67$).

Data for opsparing, disponibel bruttoindkomst og finansiell nettoformue er hentet fra ECB Statistical Data Warehouse, mens tal for ledighedsforventninger og kreditstandarder kommer fra Macrobond.

Resultaterne af estimation af ligning (1) vises i tabel 1. Det ses, at de estimerede koefficienter har det forventede fortegn: højere opsparingskvote følger af højere forventet arbejdsløshed, lavere indkomstvækst og højere formue. Samtidig har kreditstandarder ingen signifikant betydning. Som alternativ til ledighedsforventninger som mål for indkomstusikkerhed anvendes desuden et usikkerhedsindeks for Danmark fra Bess et al. (2020). Resultaterne er robuste over for dette, idet de estimerede koefficienter er omtrent uændrede.

Regressionsresultat for model

Tabel 1

Forklarende variabel	Koefficient	Standardfej
UE_{it}	0,04***	0,01
$\Delta \ln DI_{it+1}$	-72,44***	20,20
W_{it-1}	0,63***	0,09
CC_{it}	0,01	0,01
Trend	0,00	0,01
Konstant	4,61***	1,78
Antal observationer	234	-
R^2	0,67	-

Anm.: Tabellen viser regressionsresultatet af modellen i boks 1.
*** angiver signifikans med en p-værdi mindre end 0,01.

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 mellemtning 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.

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

Danmarks Nationalbanks Economic Memos er tilgængelige på www.nationalbanken.dk. På hjemmesiden er det muligt at tilmelde sig en gratis nyhedsservice, der leverer en notifikation pr. e-mail ved enhver udgivelse af et Economic Memo.

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Economic Memos forudsat, at kilden udtrykkeligt anføres. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Henvendelser kan rettes direkte til forfatterne eller til Danmarks Nationalbank, Kommunikation, Kommunikation@nationalbanken.dk.



**DANMARKS
NATIONALBANK**