

De Økonomiske Råd   
Formandskabet

# **KAPITEL II** **KONJUNKTUR** **OG OFFENTLIGE** **FINANSER**

## KAPITEL II KONJUNKTUR OG OFFENTLIGE FINANSER

Der er udsigt til en hurtig normalisering af dansk økonomi. Under forudsætning af, at smittesituationen forbliver under kontrol, er der udsigt til en vækst i 2021 på omkring 3 pct. og ca. 4¼ pct. i 2022. Med udsigt til så høj vækst er der ikke behov for yderligere finanspolitisk stimulans.

Udviklingen på boligmarkedet har overrasket og giver grund til ekstra opmærksomhed. Der er gennem de senere år gennemført flere regelstramninger, og boligbyrden er relativt lav. Der vurderes ikke at være akut brug for indgreb på nuværende tidspunkt, men fortsætter prisstigningerne i længere tid i samme takt, kan behovet hurtigt opstå.

Det strukturelle underskud vil i 2021 overskride budgetlovens nuværende grænse på ½ pct. af BNP. Overskridelsen er ikke noget formelt problem, da det vurderes, at der er såkaldte "exceptionelle omstændigheder". Dette relaterer sig imidlertid kun til sundhedskrisen. Hvis smitten forbliver under kontrol, er der ikke exceptionelle omstændigheder i 2022, og underskuddet bør overholde budgetlovens grænse.

## II.1

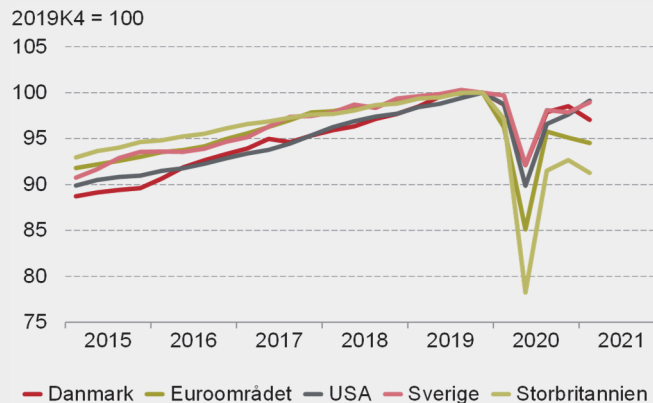
## INDLEDNING

**Coronapandemien har reduceret den økonomiske aktivitet**

Coronapandemien har gennem det seneste halvandet år haft afgørende betydning for udviklingen i dansk og international økonomi. Foråret 2020 bød på abrupte aktivitetsfald, betydelige begrænsninger af den økonomiske aktivitet samt historisk usete politiktiltag i et forsøg på at begrænse sundhedskrisens negative afsmitning på realøkonomien. I løbet af det seneste halve år fra november 2020 til maj 2021 blev en stor del af verdens lande ramt af anden eller tredje smittebølge med et stigende antal smittede, flere indlæggelser og flere dødsfald. Smitteudviklingen betød også nye restriktioner og et fornyet fald i den økonomiske aktivitet flere steder, jf. figur II.1.

**FIGUR II.1 BNP I UDVALGTE LANDE**

Coronapandemien har givet anledning til store aktivitetsfald. Størrelsen af tilbageslaget varierer på tværs af lande.



Anm.: Seneste observation er 1. kvartal 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Macrobond.

**Pandemien har ramt lande og brancher forskelligt**

Pandemien har ramt asymmetrisk på tværs af lande og brancher. Den kinesiske økonomi er eksempelvis ikke ramt så hårdt, mens lande som Indien og Brasilien og adskillige lande i Europa har været ramt hårdt af smitte og aktivitetsfald. Tilbageslaget har ligeledes ramt de forskellige dele af økonomierne meget forskelligt med markante aktivitetsfald i store dele af servicesektorerne i de fleste lande, mens andre brancher,

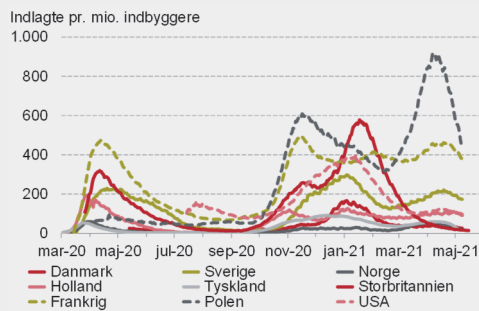
eksempelvis bygge- og anlægsbranchen og dele af industrien, er gået mere eller mindre fri.

**Gunstig udvikling i smittebilledet i flere lande**

I midten af maj er smitteudbredelsen og presset på sundhedsvæsenet aftagende i mange lande på den nordlige halvkugle, jf. figur II.2. I lande som Brasilien og Indien er situationen derimod fortsat alvorlig, og både nye smittede og antal dødsfald befinder sig på et højt niveau. Vaccineudrulningen er i fuld gang i mange lande, jf. figur II.3, men der er betydelige forskelle på tværs af verdensdele i andelen af vaccinerede, og restriktioner og smittebegrænsende tiltag præger fortsat økonomierne i forskellig grad rundt om i verden.

**FIGUR II.2 INDLAGTE MED COVID-19**

Antallet af indlagte er i midten af maj aftagende i mange lande.

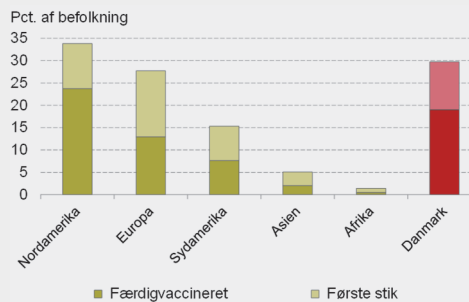


Anm.: Venstre figur viser antal indlagte. Seneste observation for indlagte er 9.-16. maj 2021. Figuren til højre viser andelen af den samlede befolkning, der er blevet vaccineret, inkl. børn og unge, selvom disse aktuelt ikke er inkluderet i vaccinationsprogrammerne. Vaccineudrulningen vil derfor været fuldstændt ved en noget lavere andel end 100 pct. Seneste observation for antal vaccinerede er 19. maj 2021.

Kilde: Our World In Data og egne beregninger.

**FIGUR II.3 VACCINEUDRULNING**

Vaccineudrulningen varierer betydeligt på tværs af verdensdele.



**Bedring af den økonomiske situation de seneste måneder**

Ligesom smitteudviklingen er den økonomiske situation i såvel Danmark som de fleste andre lande på den nordlige halvkugle bedret betydeligt de seneste måneder. Udviklingen tyder på, at de seneste nedlukninger og restriktioner i mange økonomier ikke har haft helt samme negative aktivitetseffekt, som blev set i foråret sidste år. Det skal ses i sammenhæng med, at udrulningen af vaccinerne er kommet godt i gang i de fleste økonomisk udviklede lande, hvilket uden tvivl bidrager til at give virksomheder og forbrugere fornyet tro på fremtiden. Samtidig har nedlukningerne i store dele af Europa i vinteren 2020/21 været

mere målrettede sammenlignet med foråret 2020, og de har ikke i samme omfang ramt industrien, jf. OECD (2021). Den mindre aktivitetspåvirkning i forbindelse med anden og tredje smittebølge ses blandt andet ved, at både verdenshandlen og den globale industriproduktion i februar i år havde mere end genvundet det fald, der skete i første halvår af 2020.

### Betydelig fremgang i store dele af dansk økonomi

I Danmark har der gennem længere tid været fart på boligmarkedet og fremgang i byggebranchen, ligesom produktionen i flere dele af industrien er steget. Erhvervenes tillidsindikatorer peger i retning af fremgang i de fleste dele af økonomien, men for store dele af servicebranchen sker fremgangen fra et lavt niveau. Samlet skønnes det, at BNP i andet kvartal i år ligger ca. ¼ pct. over niveauet i fjerde kvartal 2020, men fortsat ca. ¼ pct. under niveauet umiddelbart før coronakrisen. Billedet af fremgang i dansk økonomi understøttes blandt andet af, at antallet af jobannoncer tyder på en høj efterspørgsel efter arbejdskraft. Ledigheden er samtidig faldet og var i midten af maj kun ca. 10.000 personer højere end forud for pandemien, jf. figur II.4. Forbrugslysten er på samme vis tiltaget i takt med genåbningen af flere dele af samfundet, og det private forbrug var ifølge kortomsætningen i april lidt højere end på samme tidspunkt i 2019, jf. figur II.5. Fremgangen i dansk økonomi gennem de seneste måneder har været understøttet af en lempelig finanspolitik, herunder udbetalingen af de sidste indefrosne feriepenge.

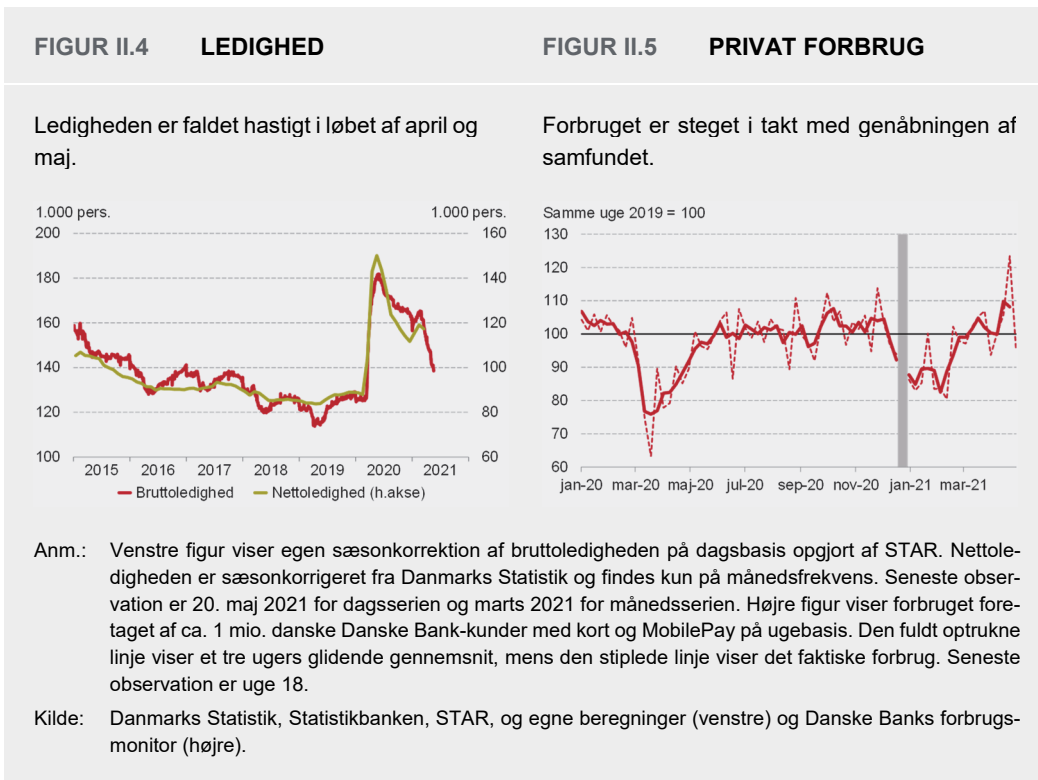
### Økonomisk udvikling kan ikke adskilles fra smitteudviklingen

Erfaringerne fra det seneste år viser, at den sundhedsmæssige udvikling har afgørende betydning for den økonomiske. Det skyldes både, at den sundhedsmæssige udvikling er afgørende for myndighedernes tiltag i form af nedlukninger og andre restriktioner, og at adfærden blandt forbrugere og virksomheder påvirkes af såvel det aktuelle som det forventede smittebillede, herunder udsigten til vacciner. Prognoser for den økonomiske udvikling de kommende år kan derfor ikke adskilles fra udsigterne for den sundhedsmæssige udvikling.

### Usikkerhed om den fremtidige sundhedsmæssige udvikling

Udviklingen i pandemien de kommende år er forbundet med betydelig usikkerhed. På den ene side er vaccineudrulningen i store dele af de økonomisk udviklede lande i fuld gang. I Europa og USA har knap 30 pct. henholdsvis knap 50 pct. af befolkningen modtaget én vaccine midt i maj. I Danmark har ca. 30 pct. af befolkningen modtaget mindst én vaccinedosis. På den anden side mangler hovedparten af befolkningen i de økonomisk mindre udviklede lande fortsat at blive vaccineret. Herudover er der risiko for, at der opstår nye virusmutationer, som kan være mere smitsomme eller give mere alvorlige sygdomsforløb,

og som kan have en lavere følsomhed over for antistoffer. Disse mutationer skaber usikkerhed om pandemiens forløb, særligt så længe store dele af verdens befolkning ikke er færdigvaccinerede.



**Usikkerhed om pandemien giver flere scenarier for den økonomiske udvikling**

Den betydelige usikkerhed om pandemiens forløb betyder, at mange prognosemagere opstiller forskellige scenarier for den realøkonomiske udvikling betinget på forskellige scenarier for udviklingen i pandemien. Eksempelvis præsenterer IMF (2021a) i prognosen fra april i år tre scenarier for den sundhedsmæssige og økonomiske udvikling, der adskiller sig særligt ved forløbet for vaccineudrulningerne, jf. diskussionen i afsnit II.5. Den økonomiske ekspertgruppe har ligeledes præsenteret fire forskellige scenarier for den økonomiske udvikling, som hver især er betinget på en given smitteudvikling med tilhørende antagelser om de sundhedsmæssige anbefalinger og restriktioner. Ekspertgruppens scenarier spænder fra en relativt hurtig normalisering med flokimmunitet i Danmark og store dele af de økonomisk udviklede lande i 2021 (A- og B-scenariene) over et scenarie med fortsatte, men begrænsede smittestigninger (C-scenariet) til et scenarie med udbredt samfundssmitte og tilhørende restriktioner (D-scenariet).

**Fremskrivningen bygger på relativt gunstige forudsætninger om pandemiens forløb, ...**

Fremskrivningen i nærværende kapitel tager udgangspunkt i den betydelige bedring af den økonomiske situation, der har været gennem særligt andet kvartal af 2021. Prognosen fra andet halvår 2021 og frem bygger på relativt gunstige forudsætninger om den fremtidige smitteudvikling. Det forudsættes, at smitten i Danmark forbliver under kontrol, og at der opnås flokimmunitet i Danmark og størstedelen af de økonomisk udviklede lande i 2021. Det indebærer, at de fleste tilbageværende restriktioner kan afvikles henover sommeren, så restriktioner herefter ikke har nævneværdig økonomisk betydning. Samtidig lægges det dog til grund, at der er en vis sandsynlighed for, at nye virusmutationer kan lede til nye smitteudbrud med risiko for kortere lokale eller regionale nedlukninger igen til vinter. De beskrevne forudsætninger flugter med beskrivelsen af ekspertgruppens A/B- og C-scenarie.

**... og indebærer høj vækst de kommende år**

Fremskrivningen indebærer, at aktiviteten relativt hurtigt vender tilbage til niveauet, før pandemien brød ud. Væksten i BNP ventes i år at blive ca. 3 pct., mens den ventes at blive ca. 4¼ pct. næste år, jf. tabel II.1. Den høje vækst gør, at der er udsigt til, at ledigheden frem mod udgangen af 2022 vil falde til et niveau, der svarer til niveauet forud for pandemien. Allerede i midten af 2022 ventes output gap at nå omtrent tilbage på samme positive niveau på godt 1 pct. som før pandemien, jf. figur II.6.

**TABEL II.1 HOVEDTAL I FREMSKRIVNINGEN**

	2020	2021	2022	2025 <sup>a)</sup>
BNP (realvækst i pct.)	-2,7	2,9	4,3	1,3
Beskæftigelsesgap (pct.)	-0,4	0,2	1,1	0
Nettoledighed	120	103	81	95
Offentlig saldo (pct. af BNP)	-1,1	-3,0	-0,3	-0,1
Strukturel offentlig saldo (pct. af BNP)	-1,6	-2,3	-0,7	-0,1
BNP i aftagerlande (realvækst i pct.)	-4,2	4,6	3,9	2,0

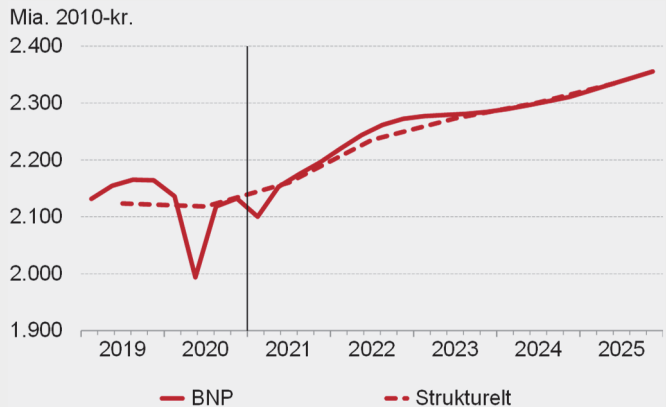
a) Den sidste søjle viser niveauet i 2025 for beskæftigelsesgap, nettoledighed, offentlig saldo og strukturel saldo. For BNP i Danmark og udlandet vises den gennemsnitlige årlige vækst i 2023-25.

Anm.: Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode, og der er ikke korrigeret for covid-19-relaterede engangsudgifter, jf. også diskussionen i afsnit II.8.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**FIGUR II.6 BNP**

BNP ventes relativt hurtigt at vende tilbage fra niveauet, før pandemien brød ud.



Anm.: Den potentielle produktionskapacitet er i 2020-21 midlertidigt lavere som følge af restriktioner, jf. afsnit II.3. I figuren vises det strukturelle niveau for BNP ekskl. disse midlertidige effekter. Lodret streg markerer overgang til prognose.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

**Potentiale for mere markant efterspørgselsfremgang, ...**

**... og risiko for hård landing**

Fremskrivningen i kapitlet indebærer, at efterspørgslen vokser lidt hurtigere end det underliggende produktionspotentiale, målt ved strukturelt BNP. Der er dog en vis sandsynlighed for, at det kan komme til at gå endnu hurtigere. Opsparingen er steget betydeligt under coronakrisen, både som følge af restriktioner på visse dele af forbruget og som følge af udbetalingen af de indefrosne feriepenge. Herudover er boligpriserne steget hastigt det seneste halve år, hvilket giver en række husholdninger store friværdier, som kan omsættes i forbrug, ligesom det tilskynder til højere boliginvesteringer. Der er derfor et betydeligt potentiale for, at forbrug og boliginvesteringer vil stige mere markant end forudsat i fremskrivningen. Et forløb, hvor den samlede efterspørgsel vokser væsentligt hurtigere end i den præsenterede fremskrivning, indebærer derfor en risiko for opbygning af ubalancer og senere en hård landing, hvor ledigheden stiger mærkbart. Særligt kan en fortsættelse af den seneste tids boligprisstigninger risikere at bringe boligmarkedet så meget over ligevægt, at en større priskorrektion kan være vanskelig at undgå.



### En ugunstig coronaudvikling kan føre til høj ledighed

Såfremt udviklingen i pandemien bevæger sig i en mere ugunstig retning med en mere vedvarende pandemisituation, svarende til ekspertgruppens D-scenarie, vil det sænke væksten betydeligt de kommende år. Denne situation illustreres i kapitlet i et alternativt scenarie for den økonomiske udvikling. I scenariet forudsættes det, at der i større omfang opstår nye smitteudbrud i Danmark og i andre lande, som nødvendiggør mere omfattende smitteforanstaltninger enten regionalt eller nationalt. Større smitteudbrud kan både skyldes, at vaccineudrullingen forsinkes, og at forskellige virusvarianter dermed har større mulighed for at blive spredt, men det kan også skyldes mutationer, som vaccinerne er mindre effektive overfor. De gentagne smitteudbrud forudsættes foruden restriktionerne på den økonomiske aktivitet at føre til øget tilbageholdenhed i forbrug og investeringer. I dette scenarie stiger ledigheden til op mod 140.000 personer, og produktionen og beskæftigelsen er lavere end i den centrale fremskrivning hele vejen til 2025, så beskæftigelsen i 2025 er næsten 50.000 lavere end i den centrale fremskrivning.

### Hverken behov for eller plads til mere lempelig finanspolitik i 2022

Finanspolitikken har det seneste år været meget lempelig som følge af hjælpepakker og covid-19-relaterede udgifter. De øgede udgifter har svækket de offentlige finanser, og det strukturelle underskud ventes i år at overskride budgetlovens underskudsgrænse væsentligt. De offentlige finanser er dog i udgangspunktet sunde og kan håndtere den midlertidige svækkelse uden problemer. Overskridelsen i år kan begrundes med exceptionelle omstændigheder som følge af sundhedskrisen. Med den forudsatte smitteudvikling vil de exceptionelle omstændigheder ophøre næste år, hvilket betyder, at budgetlovens underskudsgrænse skal overholdes. Samtidig indebærer fremskrivningen i kapitlet en relativt hurtig normalisering af den økonomiske aktivitet, og under forudsætning af, at smitten forbliver under kontrol, er der ikke behov for lempelser ud over det planlagte i 2022.

### Kapitlets indhold

Kapitlet indledes i afsnit II.2 med en status på coronapandemien, mens afsnit II.3 giver en status over udviklingen i dansk økonomi det seneste halvandet år. Afsnit II.4 fokuserer på udviklingen på boligmarkedet og diskuterer de risici, der er forbundet hermed. I afsnit II.5 gøres status over den internationale konjunktursituation og udsigter for den internationale økonomi. Herudover beskrives finans- og pengepolitikken i USA og Europa. I afsnit II.6 præsenteres en fremskrivning af den økonomiske udvikling i Danmark de kommende år. Den forventede realøkonomiske udvikling er betinget på et relativt gunstigt forløb for den pandemiens udvikling. Afsnittet indeholder herudover en illustration af de mulige konsekvenser af en mere ugunstig udvikling i smittesituationen. Afsnit II.7 giver en status over udviklingen i de offentlige finanser i 2020, mens afsnit II.8 indeholder en beskrivelse af de finanspolitiske

forudsætninger og den forventede udvikling i de offentlige finanser frem mod 2025 med udgangspunkt i den i afsnit II.6 beskrevne realøkonomiske udvikling. I afsnittet diskuteres desuden aspekter af det finanspolitiske rammeværk og overholdelsen af budgetlovens under-skudsgrænse samt reglerne for exceptionelle omstændigheder. Afsnit II.9 indeholder en diskussion af finanspolitiske regler i en lavrentetid, og endelig indeholder afsnit II.10 en sammenfatning samt vurderinger af den økonomiske politik.

## II.2 STATUS PÅ CORONAPANDEMIEN

### Indhold i afsnittet

Coronapandemien har nu præget det internationale samfund i mere end et år. Dette afsnit indeholder en status på pandemien i form af en beskrivelse af den aktuelle smitteudvikling samt vaccineudrulningen i et internationalt perspektiv. Afsnittet diskuterer desuden usikkerheden knyttet til det fremtidige forløb for pandemien, herunder betydningen af, at vaccinerne bliver udrullet globalt. Sammen med det aktuelle danske og internationale konjunkturbillede, som præsenteres i afsnit II.3 og II.5, danner den sundhedsmæssige udvikling baggrund for frem-skrivningen, der præsenteres i afsnit II.6.

### ANTAL DØDSFALD MED CORONAVIRUS UDVIKLER SIG FORSKELLIGT MELLEMLER VERDENSDLE

#### Antal dødsfald er faldende i Afrika, Nordamerika og Europa, ...

Smitten med coronavirus har i løbet af pandemien udviklet sig forskel- ligt på tværs af verdensdele målt på antal nye dødsfald pr. dag, jf. figur II.7. Der er et par ugers forsinkelse på antallet af dødsfald i forhold til den seneste smitteudvikling, men antallet af dødsfald er omvendt min- dre følsom overfor ændringer i teststrategi og -omfang, sådan som det eksempelvis er tilfældet for antallet af positive tests.<sup>1</sup> Udviklingen viser, at antallet af dødsfald i Nordamerika og Afrika er faldet henover de seneste måneder. I Europa var smitteudbredelsen i en periode om- kring marts endnu engang stigende, men i de fleste europæiske lande er smitten på vej ned igen.

---

1) Statistikken afhænger dog stadig af registreringspraksis. Hvis testomfanget i et land er lavt, må færre af de personer, der dør af covid-19, alt andet lige forventes at blive op- fanget og dermed indgå i statistikken. Definitionen af, hvornår en person tælles med i statistikken (kræves f.eks. en positiv test eller ej?), kan også variere.

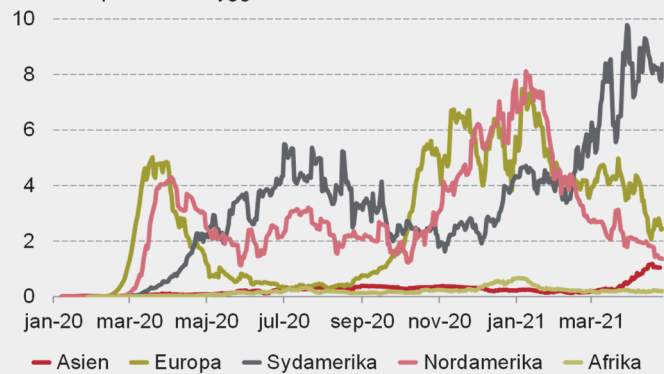
... men stigende  
i Sydamerika og  
Asien

I modsætning til de øvrige verdensdele stiger antallet af dødsfald i øjeblikket i Sydamerika og Asien. Begge steder befinder det registrerede antal dødsfald sig på et højt niveau sammenlignet med tidligere tidspunkter under pandemien. Det skyldes blandt andet, at der aktuelt er store udfordringer med udbredt smitte i Brasilien og især i Indien. Den forskelligartede udvikling på tværs af verdensdele kan blandt andet hænge sammen med sæsonmønstre, som også ses ved influenza, med stigende smitte henover efteråret og vinteren og faldende smitte henover foråret og sommeren. Mange andre faktorer spiller dog også ind på smitteudviklingen i det enkelte land, herunder restriktioner, smittereducerende adfærd og vaccineudrulning.

**FIGUR II.7 DØDSFALD MED CORONAVIRUS**

Smitteudbredelsen udvikler sig aktuelt forskelligt på tværs af verdensdele. Også indenfor de enkelte verdensdele er der betydelig forskel mellem lande, jf. senere i afsnittet.

Dødsfald pr. mio. indbyggere



Anm.: Syv dages glidende gennemsnit af antal nye dødsfald med coronavirus. Seneste observation er 17. maj 2021.

Kilde: Our World in Data.

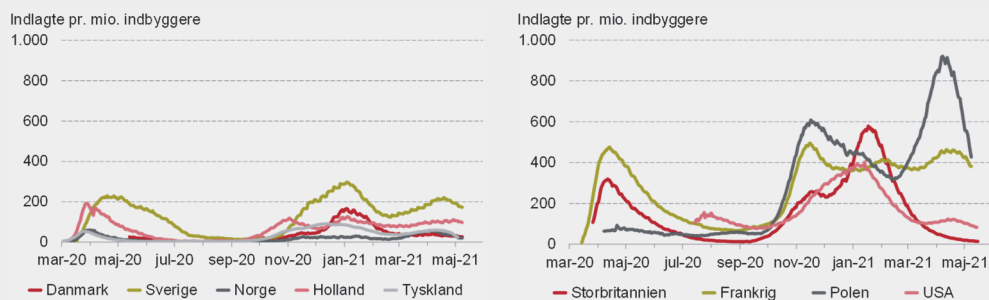
## FLERE LANDE BLEV RAMT AF EN TREDJE SMITTEBØLGE I FØRSTE HALVÅR AF 2021

Visse lande blev ramt tidligt af anden smittebølge i fjerde kvartal 2020 ...

Målt på antal indlagte er der blandt de lande, Danmark handler mest med, ligeledes store forskelle i, hvordan smitten har udviklet sig i løbet af pandemien, jf. figur II.8. I Frankrig, Holland og Polen ramte anden smittebølge relativt tidligt i fjerde kvartal 2020, mens anden bølge i en række andre lande først toppede på den anden side af årsskiftet. Dette var tilfældet i eksempelvis Danmark, USA og Tyskland. Storbritannien var i denne periode præget af høj smitte ad to omgange både omkring november og januar, men antal indlagte er nu faldet til et meget lavt niveau.

**FIGUR II.8 INDLAGTE MED CORONAVIRUS**

Flere lande har været ramt af tre smittebølger.



Anm.: Antallet af indlagte den pågældende dag med coronavirus. De otte lande i figuren er Danmarks primære aftagerlande ekskl. Kina. Kina er ikke medtaget, da antal nysmittede opgjort i forhold til befolkningens størrelse er meget lavt i forhold til de andre lande, og da der ikke er data for antal indlagte i Kina. Seneste observation er 9.-16. maj 2021.

Kilde: Our World in Data.

... og blev ramt af en tredje bølge igen i første halvår af 2021

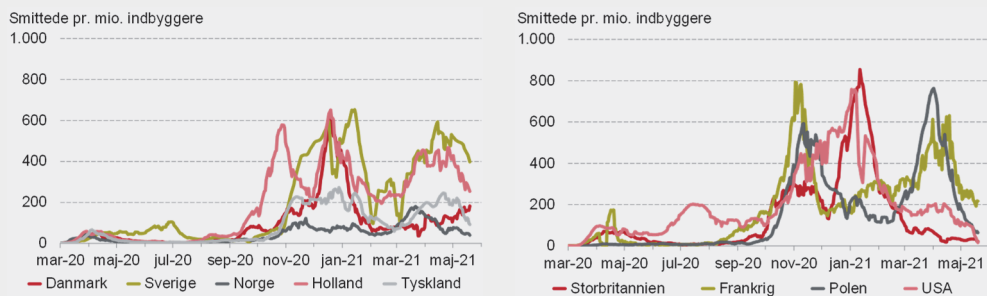
En række europæiske lande blev i løbet af marts og april ramt af en tredje smittebølge. Dette gælder eksempelvis Polen, som i april registrerede det hidtil højeste antal indlagte i landet under hele pandemien. Antal indlæggelser steg i samme periode også i Frankrig, Holland, Tyskland, Norge og Sverige. I Frankrig og Holland var antallet af indlagte desuden forblevet på et relativt højt niveau siden anden smittebølge i fjerde kvartal 2020. Den tredje smittebølge fik flere af landene til at genindføre restriktioner og delvise nedlukninger, herunder Frankrig, Polen, Tyskland og Norge.

### Smitten aftagende i en række lande i midten af maj

Ligesom antal dødsfald er antal indlagte op til et par uger forsinket i forhold til smitteudviklingen. Antallet af nysmittede giver et bedre billede af den seneste udvikling, men er samtidig følsomt overfor forskelle i teststrategi og -omfang over tid og på tværs af lande. Udviklingen i antal nysmittede indikerer ikke desto mindre, at smitten i Polen og Frankrig på det seneste er aftaget kraftigt, jf. figur II.9. I Holland, Tyskland, Sverige og Norge falder smitten ligeledes, om end langsommere. I USA og Storbritannien har smitten i en periode befundet sig på et lavt og nogenlunde stabilt niveau. Som det eneste land er smitten i Danmark svagt stigende, men smitten befinder sig fortsat på et lavt niveau.

**FIGUR II.9 NYSMITTEDE MED CORONAVIRUS**

I midten af maj er antallet af nysmittede faldende i de fleste lande.



Anm.: Syv dages glidende gennemsnit af antal nysmittede målt ved antal positive tests. Antal nysmittede kan ikke sammenlignes direkte på tværs af lande eller over tid, da teststrategien og -omfanget varierer. De otte lande i figuren er Danmarks primære aftagerlande ekskl. Kina. Seneste observation er 19. maj 2021.

Kilde: Our World in Data.

### VACCINEUDRULNINGEN VARIERER BETYDELIGT PÅ TVÆRS AF LANDE OG VERDENDELE

#### Visse lande langt i vaccineudrulningen

Flokimmunitet kan opnås både gennem smitte og vaccination af en tilstrækkeligt stor del af befolkningen. Mange økonomisk udviklede lande påbegyndte vaccinationen i slutningen af 2020 eller begyndelsen af 2021. Hastigheden, hvormed vaccineudrulningen sker, varierer dog betydeligt på tværs af lande, jf. figur II.10. Israel er så godt som færdig med vaccinationen af den voksne del af befolkningen, men også Storbritannien og til en vis grad USA er meget langt i vaccineudrulningen. En undersøgelse foretaget af YouGov (2021) i starten af året viser, at en relativt stor andel af befolkningen i visse lande, herunder USA, ikke ønsker

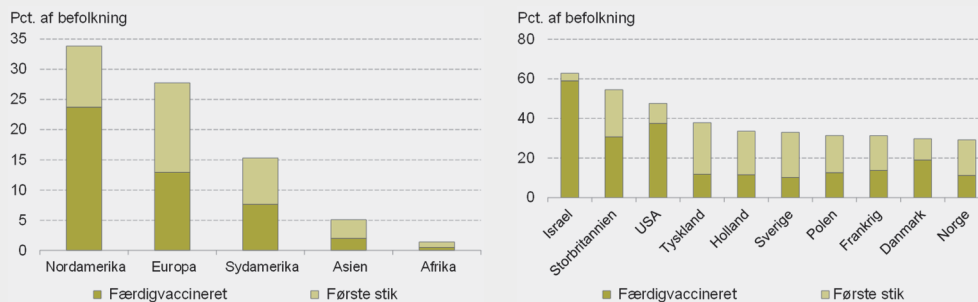
at tage imod en vaccine. Hvis graden af vaccineskepsis er udbredt, kan det være vanskeligt at opnå flokimmunitet gennem vaccination.

**Omkring 30 pct. af den danske befolkning har modtaget første vaccinedosis**

I midten af maj har ca. 30 pct. af den danske befolkning modtaget minimum den første vaccinedosis. Heraf er næsten to tredjedele færdigvaccinerede. Ifølge Sundhedsstyrelsens aktuelle vaccineplan forventes alle voksne danskere, der ønsker og har mulighed for at få en vaccine, at være færdigvaccinerede ved udgangen af august 2021.<sup>2</sup> Alle danskere over 50 år forventes at have modtaget første stik ved udgangen af maj, og ifølge genåbningsaftalen kan størstedelen af det danske samfund herefter genåbne. Der vil dog forventeligt fortsat gælde restriktioner i forhold til mulige superspredningsbegivenheder, rejser samt generelle smitteforebyggende tiltag, jf. Justitsministeriet (2021) og Statsministeriet (2021). EU-Kommissionen (2021a) forventer, at medlemslandene vil have vaccineret 70 pct. af den voksne befolkning i løbet af sommeren 2021.

**FIGUR II.10 VACCINEUDRULNING**

Der er store forskelle i vaccineudrulningen på tværs af verdensdele og lande.



Anm.: Figurene viser andelen af den samlede befolkning, der er blevet vaccineret, dvs. inkl. børn og unge, selvom disse aktuelt ikke er inkluderet i vaccinationsprogrammerne. Vaccineudrulningen vil derfor være fuldendt ved en noget lavere andel end 100 pct., men den præcise andel afhænger af befolkningssammensætningen. Seneste observation er 18.-19. maj 2021.

Kilde: Our World in Data.

**Betydelige forskelle i vaccineudrulningen**

Selvom vaccineudrulningen er godt i gang i Nordamerika og Europa, er andelen af vaccinerede på verdensplan fortsat lav. Det skyldes, at det i overvejende grad er de økonomisk udviklede lande, der har købt tilstrækkelige vaccinedoser til at vaccinere deres befolkninger i løbet

2) Version 15 fra d. 10. maj 2021.

af 2021, mens udviklingsøkonomierne i højere grad er afhængige af vacciner gennem COVAX-programmet.<sup>3</sup> IMF (2021a) skønner eksempelvis i hovedscenariet fra deres seneste prognose i april, at de økonomisk udviklede lande vil have vaccineret deres befolkninger i løbet af sommeren 2021, mens dette først vil være tilfældet i mange udviklingsøkonomier i løbet af andet halvår 2022, jf. også afsnit II.5.

### **GLOBAL VACCINEUDRULNING KAN FÅ AFGØRENDE BETYDNING FOR PANDEMIENS FREMTIDIGE FORLØB**

**Global vaccineudrulning afgørende for den økonomiske udvikling**

I lande, hvor kun en begrænset del af befolkningen er vaccineret, er risikoen for smittespredning alt andet lige større. Når smitteudbredelsen er stor, øges sandsynligheden for, at der opstår nye virusvarianter, som efterfølgende kan sprede sig til andre lande. Dette udgør en risiko, idet det er usikkert, hvor effektive de nuværende vacciner vil virke overfor nye varianter, ligesom nye varianter potentielt kan være mere smitsomme eller medføre mere alvorlig sygdom og dermed øge presset på sundhedsvæsenet, jf. også boks II.1. Hastigheden af den globale vaccineudrulning kan derfor blive afgørende for pandemiens forløb de kommende år og dermed også for genopretningen af økonomien.

**Risikoen går gennem øget usikkerhed og nye virusvarianter**

En langsom vaccineudrulning særligt i udviklingsøkonomier forventes kun at have lille direkte effekt på den internationale økonomi gennem verdenshandlen, idet udviklingsøkonomier kun udgør en lille andel af verdensøkonomien. Effekten på den internationale økonomi af en langsommere global vaccineudrulning forventes snarere at ske indirekte gennem øget usikkerhed og potentiel smittespredning af muterede virusvarianter på tværs af lande. Konsekvenserne af en fortsat smitteudbredelse i dele af verden kan spænde fra at være relativt milde, f.eks. i form af fortsatte rejserestriktioner og krav om værnemidler, til at være mere alvorlige, f.eks. fordi det bliver nødvendigt at genindføre restriktioner og nedlukninger for at hæmme smittespredningen af nye, mere smitsomme eller dødelige virusvarianter.

---

3) COVAX er et tværnationalt samarbejde med det formål at gøre vacciner tilgængelige i alle verdens lande.

## BOKS II.1 USIKKERHED KNYTTET TIL PANDEMIENS FORLØB

På trods af, at vaccineudrulningen er i gang, er der fortsat stor usikkerhed knyttet til pandemiens fremtidige forløb. Usikkerheden knytter sig særligt til hastigheden af vaccineudrulningen samt fremkomsten af nye virusvarianter og derigennem effektiviteten af vaccinerne, jf. eksempelvis IMF (2021a) og OECD (2021).

### *Langsom global vaccineudrulning øger risikoen for virusmutationer*

Der er endnu ikke produceret et tilstrækkeligt antal vacciner til at dække hele verdens befolkning. Dette medfører aktuelt en ulige udrulning af vacciner på tværs af lande med en langsommere vaccineudrulning særligt i udviklingsøkonomier, jf. WHO (2021a). Hastigheden af den globale vaccineudrulning er dog afgørende for pandemiens fremtidige forløb. Så længe en betydelig del af verdens befolkning endnu ikke er vaccinerede, øges risikoen for, at der opstår "lommer" af smitte lokalt eller nationalt i de dele af verden, hvor kun en begrænset del af befolkningen er vaccinerede. Når smitteudbredelsen er stor, øges risikoen for, at der opstår nye virusvarianter, som kan spredes til andre dele af verden, jf. WHO (2021b). Samtidig er der fortsat risiko for smitteudbrud i lande, hvor befolkningerne er blevet vaccinerede, både fordi vaccinerne ikke er 100 pct. effektive, og fordi det fortsat er usikkert, hvor længe den opbyggede immunitet varer.

Nye virusmutationer udgør en betydelig risiko for pandemiens fremtidige forløb, fordi eksisterende vacciner kan vise sig at virke mindre effektivt på dem. Såfremt vaccinerne er mindre effektive over for de nye varianter, kan risikoen for smittespredning også stige i lande, der har vaccineret deres befolkninger. Det er eksempelvis blevet fremhævet, at der i forbindelse med udrulningen af vacciner, der kræver to doser, opstår et selektivt pres på virus i perioden mellem de to doser over mod mutationer, der kan undslippe den opbyggede immunitet, jf. The Scientist (2021). Ufuldstændig vaccineudrulning kan derfor risikere at fremme udviklingen af mere resistente virusvarianter.

Grundet de eksisterende vacciners design forventer WHO (2021b), at de vil medføre i det mindste nogen beskyttelse over for nye virusvarianter. Nye mutationer forventes altså ikke at gøre eksisterende vacciner fuldkomment ineffektive. Hvis vaccinerne viser sig at være mindre effektive over for nogle varianter, er det ifølge WHO muligt at tilpasse de eksisterende vacciner, så effektiviteten øges.

Udover lavere effektivitet af de eksisterende vacciner er en yderligere risiko ved virusmutationer, at de kan vise sig at være mere smitsomme eller indebære en højere risiko for alvorlige sygdomsforløb. I tilfælde af eventuelle smitteudbrud vil dette medføre et øget pres på sundhedsvæsenet. Et aktuelt eksempel på en mere smitsom mutation er den britiske variant B.1.1.7, som ifølge studier også indebærer en højere risiko for alvorlige sygdomsforløb, jf. Bager mfl. (2021). Mere smitsomme virusvarianter gør det vanskeligere at mindske smitteudbredelsen, ligesom grænsen for at opnå flokimmunitet øges. Det betyder, at en større del af befolkningerne skal vaccineres eller inficeres, før flokimmunitet kan opnås, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.



**BOKS II.1 USIKKERHED KNYTTET TIL PANDEMIENS FORLØB, FORTSAT***Selv efter vaccineudrulningen er udryddelse af coronavirus usandsynlig*

Selv efter størstedelen af verdens befolkning er blevet vaccineret, er det usandsynligt, at coronavirus vil blive helt udryddet. I en spørgeskemaundersøgelse foretaget af Nature (2021) blandt over 100 immunologer, virologer og infektionsmedicinske forskere vurderer næsten 90 pct. af respondenterne, at virussen i stedet vil udvikle sig endemisk ligesom andre smitsomme sygdomme.<sup>a)</sup>

Coronavirussen forventes ifølge Nature at udvikle sig endemisk både pga. aftagende immunitet efter vaccination eller infektion samt pga. risikoen for fortsat fremkomst af nye, måske mere antistofresistente virusmutationer. Erfaringer fra andre humane coronavirus peger ifølge Nature dog på, at eventuel reinfektion ikke længere vil medføre alvorlige sygdomsforløb, når befolkningerne har udviklet en vis grad af immunitet over for virussen enten gennem vaccination eller infektion.

Et amerikansk studie baseret på simulationsmodeller viser, hvordan coronavirus kan blive endemisk, hvis immuniteten imod reinfektion aftager relativt hurtigt, så en tidligere immun person kan blive smittet igen, men i så fald vil være beskyttet mod alvorlig sygdom og kun opleve milde, forkølelseslignende symptomer, jf. Lavine mfl. (2021). I dette tilfælde vil infektioner primært opstå i børn, der ikke er immune. Da risikoen for at blive alvorligt syg af coronavirus er meget lille for børn, kan en endemisk tilstand ifølge studiet medføre, at det ikke vil være nødvendigt at massevaccinere imod sygdommen.

*Varigheden af immuniteten efter naturlig infektion og vaccination*

Et dansk studie af immunitetsvarigheden efter naturlig infektion baseret på PCR-tests af knap 4 mio. personer i løbet af 2020 finder, at infektion reducerer risikoen for at blive smittet på ny med 80 pct. for personer under 65 år og ca. 47 pct. for personer over 65 år, jf. Hansen mfl. (2021). I studiet findes der ikke tegn på, at immuniteten er aftagende henover den betragtede periode fra juni til december 2020, dvs. at den naturlige immunitet ifølge studiet varer i minimum syv måneder.

Både Moderna og Pfizer-BioNTech har i begyndelsen af april offentliggjort resultater, der viser, at deres vacciner er effektive i minimum seks måneder, jf. Doria-Rose mfl. (2021) og Pfizer (2021). På baggrund af den seneste forskning har Sundhedsstyrelsen (2021) i midten af maj opdateret deres vurdering af varigheden af immuniteten. Sundhedsstyrelsen vurderer nu, at immuniteten efter både infektion og vaccination varer i minimum otte måneder, hvor vurderingen før lød på minimum seks måneder. Det er dog fortsat uklart, hvor længe immuniteten efter infektion og vaccination vil vare ved i alt.

- a) At en infektionsvirus er endemisk betyder, at smittespredningen ligger på et nogenlunde konstant, muligvis relativt lavt, forudsigeligt niveau, og at smitten kan være mere eller mindre afgrænset til bestemte dele af verden. Eksempler på endemiske sygdomme er influenza og malaria.

## II.3

# STATUS PÅ DANSK ØKONOMI

### Indhold i afsnittet

Afsnittet indeholder en beskrivelse af den økonomiske udvikling i 2020 og frem til sommeren 2021. Afsnittet indledes med en beskrivelse af det aktuelle konjunkturbillede med fokus på tilbageslaget i første kvartal 2021 og den gradvise genopretning i løbet af andet kvartal. Dernæst sammenholdes udviklingen i dansk økonomi i 2020 med en række af vores primære aftagerlande. Til slut beskrives de usædvanligt store forskelle i tilbageslaget på tværs af brancher under coronakrisen med særligt fokus på udviklingen på arbejdsmarkedet. En beskrivelse af udviklingen på boligmarkedet findes i afsnit II.4.

### AKTIVITETEN MINDRE RAMT UNDER ANDEN NEDLUKNING END SIDSTE FORÅR

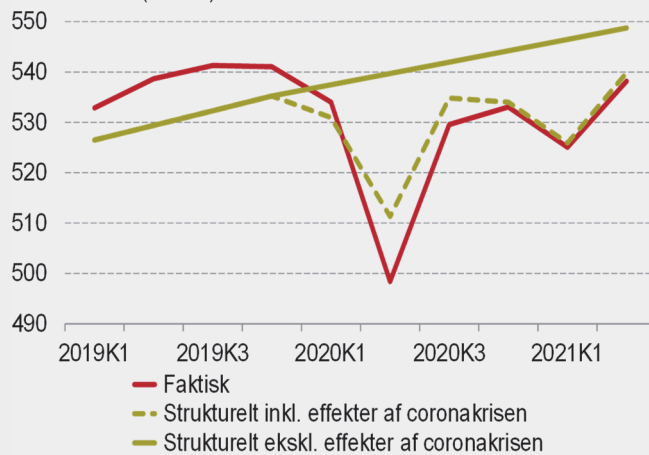
### Anden smittebølge medførte nyt aktivitetsfald i første kvartal 2021

I løbet af første kvartal 2020 blev Danmark i lighed med en stor del af verden ramt af det første smitteudbrud med coronavirus. Dette medførte et stort aktivitetsfald i dansk økonomi i første halvår af 2020, jf. figur II.11. I løbet af sommeren og det tidlige efterår nåede en stor del af aktiviteten at vende tilbage, før smitten igen tog til hen mod slutningen af året. Den anden smittebølge har særligt reduceret aktiviteten i første kvartal af 2021, hvor BNP-indikatoren foreløbigt viser et aktivitetsfald på 1½ pct. BNP-indikatoren er dog Danmarks Statistiks første opgørelse af aktiviteten i et kvartal og er derfor forbundet med relativt stor usikkerhed. Denne usikkerhed er forstærket under coronapandemien grundet særlige omstændigheder. Aktivitetsfaldet i forbindelse med de to smittebølger afspejler, at der blev indført restriktioner og nedlukninger for at bremse smittespredningen, men kan også afspejle at smittefrygt og usikkerhed har medført tilbageholdenhed blandt forbrugere og virksomheder.

FIGUR II.11 FAKTISK OG STRUKTURELT BNP

Både faktisk og strukturelt BNP vurderes i andet kvartal 2021 fortsat at ligge et stykke under niveauet ultimo 2019.

Mia. 2010-kr. (kvartal)



Anm.: *Strukturelt BNP ekskl. corona* viser det strukturelle niveau i fravær af coronarelaterede effekter. *Strukturelt BNP inkl. corona* er fratrukket effekter af restriktioner og nedlukninger. *Faktisk BNP* i 2. kvartal 2021 er baseret på skøn, jf. også boks II.2.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

### Nedlukninger har betydet fald i produktionskapaciteten

Nedlukninger og restriktioner betyder, at ikke kun den faktiske produktion er faldet, men også den potentielle produktion. Ligesom i *Dansk Økonomi, efterår 2020* er det i prognosen valgt at nedjustere det strukturelle niveau for BNP som følge af disse restriktioner på produktionen, jf. også boks II.2. Dette reducerer særligt det strukturelle niveau i andet kvartal 2020 og første kvartal 2021. Nedjusteringen af strukturelt BNP i disse kvartaler understreger, at faldet i faktisk BNP ikke blot er udtryk for et fald i efterspørgslen, som trækker produktionen ned under det strukturelle niveau. Faldet i faktisk BNP er således i høj grad af samme størrelsesorden som det fald, der følger af, at visse brancher har været underlagt restriktioner. Derfor kan faldet i faktisk BNP også ses som et resultat af, at virksomheder i disse brancher – uanset den faktiske efterspørgsel – ikke har kunne producere normalt. Selvom faktisk BNP vurderes at ligge tæt på det strukturelle niveau, dækker dette over betydelige forskelle mellem brancher, jf. også senere i afsnittet.

## BOKS II.2 SKØN FOR BNP-VÆKST I FØRSTE HALVÅR AF 2021

### *Strukturelt BNP*

Restriktioner og nedlukninger i forbindelse med coronapandemien forudsættes at reducere strukturelt BNP midlertidigt, idet produktionsmulighederne blandt de berørte virksomheder begrænses. Med henblik på at inddæmme den anden smittebølge blev der i december 2020 genindført omfattende restriktioner på udvalgsvarebutikker, restaurationsbranchen, frisører samt kultur- og fritidslivet i Danmark, som dermed medførte et nyt fald i det strukturelle BNP. Elever i folkeskolen blev desuden hjemsendt til fjernundervisning, hvilket forudsættes at have medført et produktionstab blandt forældre til børn på de yngste klassetrin. Det vurderes samlet set, at strukturelt BNP som en direkte effekt af disse restriktioner skal nedjusteres med ca. 3¼ pct. i første kvartal og godt 1½ pct. i andet kvartal 2021 opgjort i forhold til det strukturelle niveau, der ville have været uden coronakrisen.

Produktionsbegrænsninger vurderes i mindre grad at have trukket aktiviteten ned under den anden nedlukning sammenlignet med foråret 2020. Det skyldes blandt andet, at nedlukningen i anden omgang ikke omfattede daginstitutioner, hvilket både betød, at forældrenes arbejdsomfang ikke blev så negativt påvirket, ligesom færre offentligt ansatte blev sendt hjem uden at kunne arbejde. Derudover tyder det på, at forbrugere og virksomheder er blevet bedre til at opretholde aktiviteten trods restriktioner, og at de faktiske begrænsninger på produktionen derfor har været mindre under anden nedlukning. I modsat retning trækker, at restriktionerne i første halvår 2021 havde en længere varighed end under første smittebølge.

### *Faktisk BNP*

Udviklingen i faktisk BNP i første halvår 2021 har været påvirket af de nævnte restriktioner og nedlukninger beskrevet ovenfor. Danmarks Statistik har offentliggjort en BNP-indikator for første kvartal, som viser et fald i BNP på 1½ pct. Usikkerheden er betydelig, og der foreligger ikke nationalregnskabstal, der beskriver udviklingen i de enkelte erhverv. Faldet må dog formodes primært at være drevet af de sektorer, der har været udsat for restriktioner og nedlukninger. Tilsvarende vil fremgangen i andet kvartal med stor sikkerhed også være størst i de brancher, der får gavn af genåbningen igennem andet kvartal. Væksten i faktisk BNP er imidlertid ikke kun drevet af nedlukninger og genåbninger. Mange brancher har ikke været direkte påvirket af disse forhold, og produktionen i disse erhverv vil derfor i højere grad være bestemt af udviklingen i efterspørgslen.

På baggrund af genåbningen og den positive udvikling i indikatorer for blandt andet privat forbrug, udenrigshandel, industriproduktion, ledighed og beskæftigelse skønnes det, at BNP vil stige ca. 2½ pct. i andet kvartal, sådan at BNP-niveauet i andet kvartal 2021 vil ligge omkring ½ pct. under niveauet i fjerde kvartal 2019. Det indebærer, at den samlede produktion vil ligge omkring 2 pct. under det strukturelle niveau, der kunne forventes uden corona. Dette skøn er naturligvis forbundet med betydelig usikkerhed. Det dækker dog over, at flere brancher fortsat vil opleve en efterspørgsel, der er væsentligt lavere end normalt, mens andre brancher er i en situation med højere efterspørgsel end normalt.

**Aktiviteten faldt mindre end i andet kvartal 2020, ...**

På trods af, at en større del af første kvartal 2021 var omfattet af restriktioner, end det var tilfældet under første smittebølge i andet kvartal 2020, faldt faktisk BNP samlet set noget mindre i første kvartal 2021. Dette vurderes at afspejle, at strukturelt BNP var mindre påvirket i første kvartal 2021, og at produktionsbegrænsninger dermed i mindre grad trak aktiviteten ned. Det skyldes blandt andet forskelle mellem nedlukningerne under første og anden smittebølge, ligesom det tyder på, at virksomheder og forbrugere er blevet bedre til at opretholde aktiviteten trods restriktioner, f.eks. gennem øget online handel og click-and-collect.

**... hvilket bl.a. kan skyldes lavere usikkerhed**

Det mindre fald i faktisk BNP i første kvartal 2021 vurderes dog også at afspejle, at usikkerheden under den seneste nedlukning har været mindre, samt at eksporten ikke i samme omfang er blevet negativt påvirket. I begyndelsen af pandemien medførte den pludseligt opståede usikkerhed øget tilbageholdenhed blandt forbrugere og virksomheder, ligesom vareeksporten blev ramt af nedlukningerne af industrien i udlandet. Det medførte, at faldet i faktisk BNP i andet kvartal 2020 var større, end faldet i produktionskapaciteten (målt ved strukturelt BNP) kunne begrunde, og at faktisk BNP derfor faldt omkring 2½ pct. under det strukturelle niveau. I første kvartal 2021 vurderes faktisk BNP modsat at have været omtrent på niveau med det strukturelle niveau.

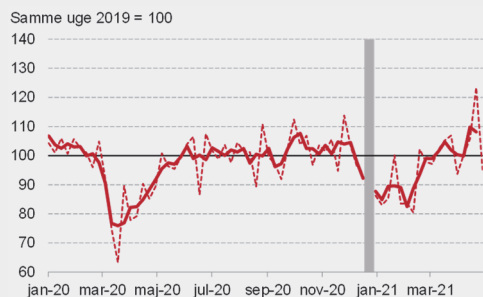
### **FREMGANG I DANSK ØKONOMI EFTER ET ÅR PRÆGET AF CORONAPANDEMIEN**

**Forbrugsfremgang i takt med genåbning, ...**

Restriktionerne er gradvist blevet udfaset fra februar og frem, og indikatorer tyder i den sammenhæng på en betydelig fremgang i aktiviteten. Eksempelvis vidner højfrekvent forbrugsdata fra danske kort- og mobilbetalinger om, at forbrugerne i takt med genåbningen af samfundet relativt hurtigt har genoptaget forbruget af varer og tjenester, der i en periode ikke har været mulige at forbruge, jf. figur II.12. Aktuelt peger kortomsætningen på, at forbruget er over niveauet i 2019 på trods af, at der fortsat er visse restriktioner på den økonomiske aktivitet. Fremgangen i forbruget afspejles også i en spirende optimisme blandt husholdningerne med en forbrugertillid, der i maj var positiv for første gang, siden coronapandemien brød ud i marts 2020, jf. figur II.13.

**FIGUR II.12 KORTOMSÆTNING**

Forbrug foretaget med kort- og mobilbetalinger er gradvist steget og er nu over niveauet i 2019.



**FIGUR II.13 FORBRUGERTILLID**

Forbrugertilliden er i maj positiv for første gang siden pandemiens udbrud.



Anm.: Venstre figur viser forbruget foretaget med kort og MobilePay af omkring 1 mio. danske Danske Bankkunder online og fysisk og i danske og udenlandske butikker. Data er ikke korrigeret for prisudviklingen. Figuren viser det faktiske forbrug opgjort i forhold til samme uge i 2019 (stiplet kurve) og et tre ugers glidende gennemsnit (fuldt optrukken kurve). Der er ikke data for uge 53 i 2020 (markeret med gråt). I højre figur er nettotallet et gennemsnit af positive og negative svar i stikprøven. Seneste observation er uge 18 2021 for kortomsætningen og maj 2021 for forbrugertilliden.

Kilde: Danske Bank (venstre) og Danmarks Statistik, Statistikbanken (højre).

**... særligt indenfor dele af servicesektoren**

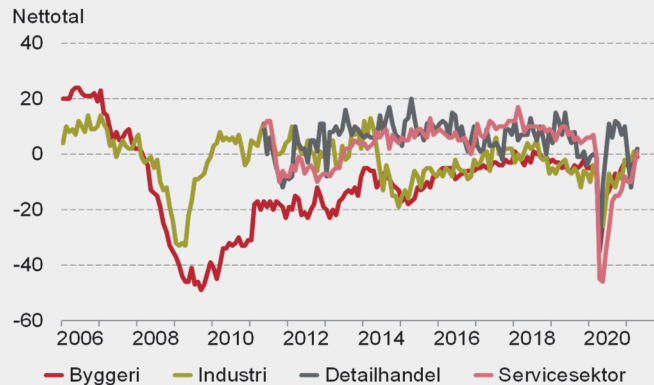
Forbrugsfremgangen i forbindelse med den gradvise genåbning er særligt sket indenfor servicesektoren, som under de to smittebølger har været hårdest ramt, jf. også senere i afsnittet. Ifølge kortomsætningen steg forbruget hos eksempelvis frisører til langt over normalen i de første uger efter genåbningen, men forbruget er nu vendt tilbage til et mere normalt niveau. Også hos restaurationsbranchen ses en tydelig fremgang, men omsætningen er endnu ikke fuldt ud normaliseret, hvilket blandt andet skal ses i lyset af, at barer og natklubber endnu ikke er genåbnet. Andre dele af servicesektoren oplever kun en svagere fremgang og befinder sig fortsat på et noget lavere niveau end normalt. Det gælder eksempelvis hotelbranchen, fly- og anden transport, rejsebureauer, biografer samt teatre og spillesteder.

**Tegn på betydelig genopretning i andet kvartal**

Erhvervslivets forventninger til økonomien og beskæftigelsen er også forbedret, jf. figur II.14. Mens forventningerne i industrien og byggeriet er tilbage på niveauet forud for krisen, er forventningerne på det seneste også steget i detail- og servicebrancherne. På arbejdsmarkedet er ledigheden faldende, og antallet af jobopslag ligger på et meget højt niveau, jf. også senere i afsnittet. Indikatorerne peger samlet set i retning af en betydelig genopretning af økonomien i andet kvartal.

**FIGUR II.14 ERHVERVSFORVENTNINGER**

Der er fremgang i forventningerne på tværs af erhvervene. Byggeriet og industrien er tilbage på niveauet forud for coronakrisen.



Anm.: Nettotal udtrykker forskellen imellem procentandelene af virksomheder (vægtet med beskæftigelse), der har angivet en positiv hhv. negativ udvikling. Seneste observation er april 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

#### Fortsat betydelige forskelle mellem brancher

Det lægges til grund for prognosen i afsnit II.6, at BNP vokser omkring 2½ pct. i andet kvartal 2021, hvilket indebærer, at aktiviteten kun ligger lidt under niveauet ultimo 2019. Faktisk BNP vurderes at stige omtrent som det strukturelle, da aktiviteten bevæger sig op i takt med, at restriktionerne udfases, og samfundet genåbnes. Den samlede vurdering af en omtrent neutral konjunktursituation i andet kvartal dækker dog fortsat over betydelig heterogenitet på tværs af brancher med fortsat lavere aktivitet end normalt i nogle brancher, men samtidig en høj aktivitet i andre, jf. også senere i afsnittet.

#### DANSK BNP-FALD I 2020 RELATIVT BEGRÆNSET SAMMENLIGNET MED ANDRE LANDE

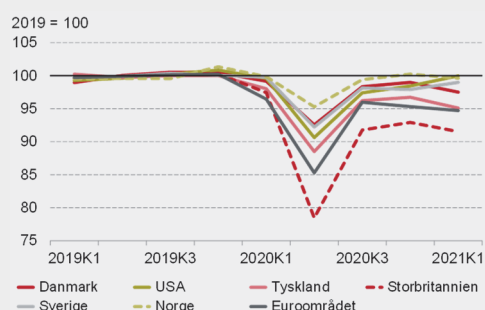
#### Dansk BNP-fald i 2020 var relativt beskedent i forhold til andre lande

Dansk BNP faldt med 2,7 pct. i 2020 ifølge den seneste opgørelse fra Danmarks Statistik. Dette fald var relativt beskedent sammenlignet med en række andre lande, herunder særligt euroområdet og Storbritannien, jf. figur II.15. Blandt de lande, der sammenlignes med i figuren, faldt BNP kun mindre i Norge. Det relativt beskedne BNP-fald i Danmark skyldes både en mindre nedgang i aktiviteten i første halvår

samt et højere niveau ved udgangen af året i forhold til en række af de andre lande. Sidstnævnte skal blandt andet ses i lyset af, at Danmark relativt sent blev ramt af den anden smittebølge i forhold til visse af de andre lande. En del af stigningen i fjerde kvartal i Danmark kan desuden tilskrives forbrugseffekten af de udbetalte feriepenge.

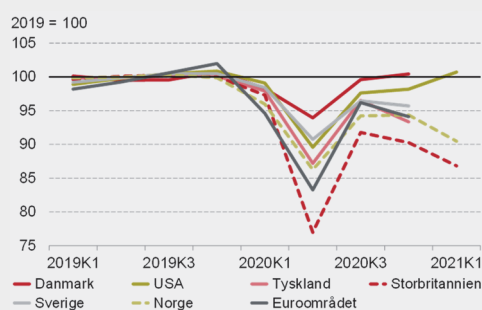
**FIGUR II.15 BNP**

Dansk BNP faldt mindre i 2020 end i en række andre lande.



**FIGUR II.16 PRIVAT FORBRUG**

Det begrænsede BNP-fald i Danmark skyldes blandt andet et mindre fald i det private forbrug.



Anm.: Landene inkluderet i figurene er blandt Danmarks primære aftagerlande. Seneste observation er 1. kvartal 2021 for BNP. For privat forbrug er seneste observation 1. kvartal 2021 for USA, Norge og Storbritannien og 4. kvartal 2020 for resten af landene.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Macrobond og OECD.

### Det private forbrug faldt mindst i Danmark

Det mindre fald i dansk BNP i 2020 i forhold til størstedelen af de øvrige lande skyldes særligt en mere gunstig udvikling i det private forbrug og investeringerne, men også til dels i eksporten. Sammenlignet med de øvrige viste lande oplevede Danmark det mindste fald i det private forbrug med en tilbagegang på 1,9 pct., jf. figur II.16. Danmark var dermed også det eneste blandt landene, hvor forbruget faldt mindre end BNP. Selvom det private forbrug bidrog negativt til BNP-væksten i Danmark i 2020, var det altså alligevel med til at mindske faldet sammenlignet med de andre lande.

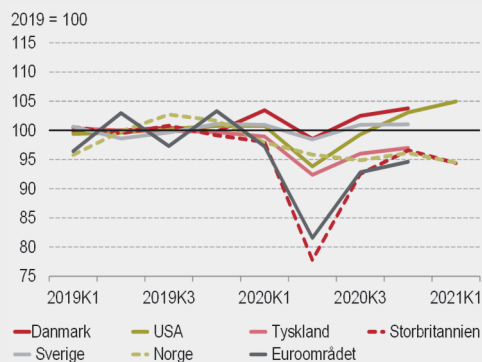
### De danske investeringer steg samlet set i 2020

Med en stigning i de samlede investeringer på 2,1 pct. i 2020 var Danmark sammen med Sverige det eneste land, hvor investeringerne faktisk steg for 2020 som helhed, jf. figur II.17. Dermed bidrog investeringerne positivt til den danske BNP-vækst i 2020, hvilket ellers er usædvanligt ved sædvanlige konjunkturtilbageslag. Stigningen dækker over et mindre fald i erhvervsinvesteringerne og en markant fremgang i boliginvesteringerne.

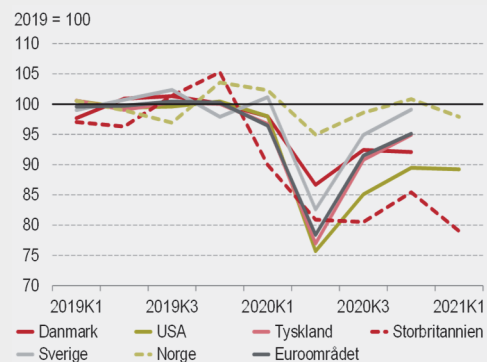


**FIGUR II.17 FASTE BRUTTO-INVESTERINGER**

De samlede investeringer i Danmark faldt ikke i 2020 som i flere andre lande.

**FIGUR II.18 EKSPORT**

Dansk eksport klarede sig relativt godt sammenlignet med flere af de øvrige lande.



Anm.: Landene inkluderet i figurene er blandt Danmarks primære aftagerlande. Seneste observation er 1. kvartal for USA, Norge og Storbritannien og 4. kvartal 2020 for resten af landene.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og OECD.

### Dansk eksportfald begrænset i forhold til flere af de øvrige lande

Den danske eksport faldt til gengæld noget mere end de øvrige efterspørgselskomponenter, jf. figur II.18. Med et fald på 7,7 pct. var eksporten derfor også med til at trække den samlede efterspørgsel ned i 2020. Eksportfaldet skyldes særligt et markant fald i tjenesteeksporten, mens faldet i vareeksporten var mere begrænset. Det samme billede ses i alle de øvrige lande, hvor tjenesteeksporten i gennemsnit faldt omkring 9 pct. point mere end vareeksporten. Det samlede eksportfald i Danmark var dog relativt beskedent sammenlignet med flere af de øvrige lande. Kun i Norge og Sverige faldt eksporten mindre med 1,2 henholdsvis 5,6 pct. Det mindre fald i den svenske eksport dækker over større udsving gennem året med mere tilbagegang i andet kvartal, men en tilsvarende større fremgang i andet halvår.

### Flere lande ramt af nyt BNP-fald i første kvartal 2021

De første opgørelser af BNP for første kvartal 2021 viser, at aktiviteten ligesom i Danmark faldt i euroområdet, Storbritannien og Norge, mens genopretningen fortsatte i USA og Sverige. Forsyningsbalancen er desuden blevet offentliggjort for USA, Norge og Storbritannien, hvor det fremgår, at der i USA både var fremgang i det private forbrug og investeringerne, mens eksporten modsat udviste et lille fald. I Norge og Storbritannien faldt både forbruget, eksporten og investeringerne,

men tilbagegangen var mindst udtalt i investeringerne. Forskellene i udviklingen i første kvartal mellem landene afspejler både forskelle i hastigheden af vaccineudrulningen, hvornår og hvor hårdt landene blev ramt af anden og eventuelt tredje smittebølge, omfanget af restriktioner og nedlukninger samt den økonomiske politik, jf. også afsnit II.5.

### ØKONOMIERNE VOKSER I TO TEMPI

Visse brancher er hårdt ramt af coronakrisen, ...

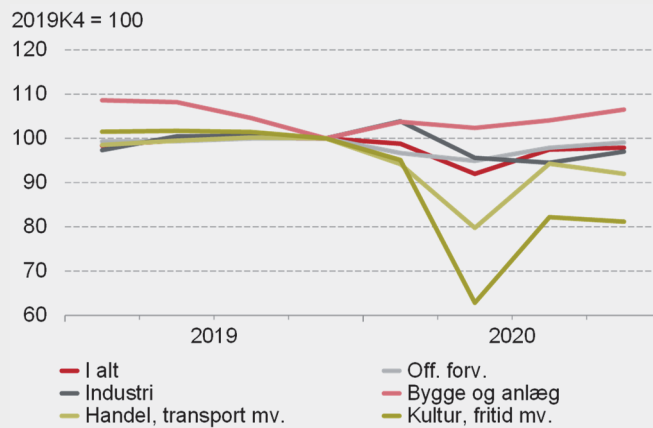
Coronapandemien har ramt aktiviteten asymmetrisk på tværs af brancher. Særligt de dele af økonomien, der kræver nær kontakt mellem mennesker, har været præget af restriktioner, nedlukninger og tilbageholdende forbrugeradfærd. Det gælder eksempelvis kontaktintensive serviceerhverv som hotel- og restaurationsbranchen og frisører samt i særdeleshed turismebranchen. Dette afspejler sig i, at produktionsfaldet i de danske brancher var særligt stort indenfor *Handel og transport*, som blandt andet omfatter hotel- og restaurationsbranchen, samt *Kultur og fritid* i 2020, ligesom aktiviteten indenfor disse erhverv ved udgangen af 2020 fortsat var betydeligt under niveauet forud for krisen, jf. figur II.19. Billedet af et asymmetrisk tilbageslag ses også internationalt, hvor coronapandemien særligt har ramt landenes tjenesteeksport hårdt med markante tilbageslag i turismen og lufttransporten. Blandt andet derfor har de økonomiske konsekvenser af pandemien også været større i lande med en stor turismesektor, eksempelvis de sydeuropæiske lande.

... mens andre oplever stor efterspørgsel

Anderledes positivt ser det ud i andre dele af økonomien, som enten har været relativt upåvirkede af krisen eller ligefrem oplevet fremgang det seneste år. En del af forklaringen på dette er det markante skift i forbrugssammensætningen, hvor en del af forbruget er blevet forskudt over mod brancher, der ikke har været præget af restriktioner eller høj smitterisiko. Højfrekvent kortomsætningsdata viser eksempelvis, at selvom forbruget er faldet markant i forbindelse med indførelsen af restriktioner og nedlukninger i visse brancher, er forbruget højere end normalt andre steder, f.eks. i elektronik- og dagligvarebutikker samt i byggemarkederne. Helt overordnet er tjenesteforbruget faldet mere end vareforbruget, hvilket også skal ses på baggrund af, at det har været muligt at flytte en del af vareforbruget fra fysiske butikker til online handel. Efterspørgslen har også været høj i byggebranchen, hvor produktionen ved udgangen af 2020 var knap 7 pct. højere end ved indgangen til coronakrisen, og hvor der i stigende omfang meldes om mangel på arbejdskraft, jf. også senere i afsnittet.

**FIGUR II.19 BVT PÅ TVÆRS AF DANSKE BRANCHER**

Coronakrisen ramte produktionen i *Handel og transport* og *Kultur og fritid* hårdt, og produktionen er fortsat markant under niveauet forud for pandemien.



Anm.: Seneste observation er 4. kvartal 2020.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Vareeksporten og søtransporten mindre berørt i 2021

På trods af nye smittebølger og nedlukninger internationalt har verdenshandlen og den globale industriproduktion vist fremgang ovenpå det markante tilbageslag sidste forår og ligger nu over niveauet forud for pandemien, jf. afsnit II.5. Dette understøtter den fortsatte genopretning af den danske vareeksport og eksport af søtransport, som sidste forår ellers blev hårdt ramt af nedlukningerne i udlandet. Mens medicinalindustrien bidrog til at holde eksporten oppe under det internationale tilbageslag sidste forår, trækkes fremgangen i vareeksporten de seneste måneder i højere grad af andre varegrupper, eksempelvis maskiner og transportmidler. Fremgangen i vareeksporten er en medvirkende årsag til, at dansk industri oplever fremgang med stigende produktion og kapacitetsudnyttelse.

## BEDRING PÅ ARBEJDSMARKEDET, MEN BETYDELIG HETEROGENITET

Tydelig påvirkning af arbejdsmarkedet i første bølge, ...

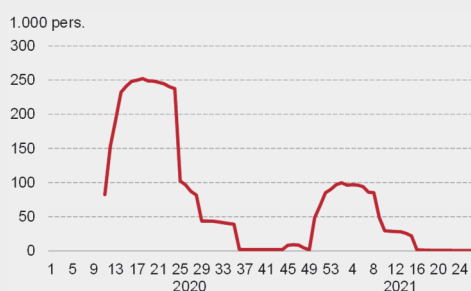
Arbejdsmarkedet blev også tydeligt påvirket af coronakrisen med markante beskæftigelsesfald og ledighedsstigninger i forbindelse med første smittebølge og tilhørende nedlukninger. I tillæg til at mange personer mistede deres job i foråret 2020, blev over 250.000 personer sendt på lønkompensation, jf. figur II.20. Personer på lønkompensation er fortsat tilknyttet en arbejdsplads og optræder som beskæftigede i statistikkerne, men må ikke arbejde. Det indebærer, at coronakrisens reelle påvirkning af arbejdsmarkedet bedre afspejles i antallet af arbejdede timer end i antallet af beskæftigede personer, jf. figur II.21.

### LØNKOMPENSATION

Regeringen og arbejdsmarkedets parter indgik i foråret 2020 en aftale om en midlertidig lønkompensationsordning for fyringstruede medarbejdere, jf. også *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Ordningen blev forlænget ad et par omgange, og den generelle ordning udløb 31. august 2020. I december 2020 blev ordningen imidlertid genindført, og meldingen er aktuelt, at den løber frem til 30. juni 2021.

FIGUR II.20 LØNKOMPENSEREDE

Over 250.000 personer var i foråret 2020 på lønkompensation.



FIGUR II.21 BESKÆFTIGELSE

Beskæftigelsen opgjort i timer faldt markant i foråret 2020.



Anm.: Figuren til venstre er lavet på baggrund af data fra Erhvervsstyrelsen til og med uge 19. Beskæftigelsen i højre figur er for økonomien i alt.

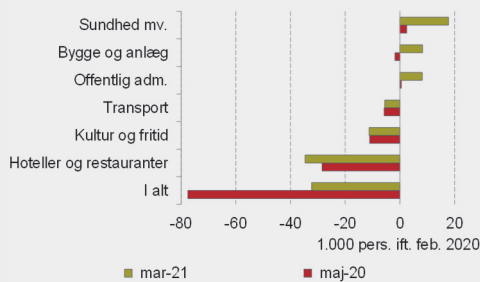
Kilde: Erhvervsstyrelsen og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

... og igen i anden bølge, men i mindre grad

Arbejdsmarkedet blev igen i begyndelsen af 2021 ramt af en ny smittebølge og strengere restriktioner, omend påvirkningen ser ud til at være betydeligt mindre end i foråret 2020. Lønmodtagerbeskæftigelsen faldt i december og januar, men steg igen i marts, og beskæftigelsesniveauet i marts var væsentligt højere end i foråret 2020 trods fortsat udbredte restriktioner i marts i år, jf. figur II.22. Tilslutningen til lønkompressionsordningen tyder ligeledes på at have været mindre med ca. 100.000 personer tilknyttet ordningen, da tilslutningen var størst omkring årsskiftet.<sup>4</sup>

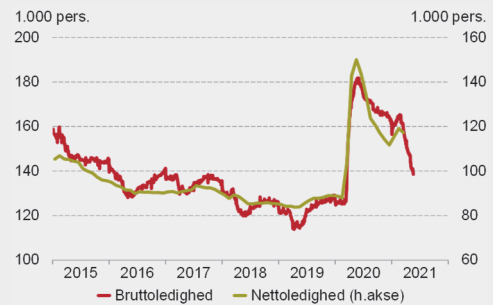
**FIGUR II.22 LØNMODTAGER-BESKÆFTIGELSE**

Beskæftigelsen i *Hoteller og restauranter* er fortsat klart under niveauet forud for pandemien, mens beskæftigelsen er steget i *Bygge og anlæg*.



**FIGUR II.23 LEDIGHED**

Ledigheden er faldet hastigt i løbet af april og maj.



Anm.: Figuren til venstre viser beskæftigelsesændringer i forhold til februar 2020 i udvalgte brancher med store beskæftigelsesfald hhv. -stigninger. Højre figur viser egen sæsonkorrektion af bruttoledigheden på dagsbasis opgjort af STAR. Nettoledigheden er sæsonkorrigeret og findes kun på månedsfrekvens. Seneste observation er 20. maj for dagsserien og marts 2021 for månedsserien.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, STAR og egne beregninger.

4) Tallene revideres løbende i takt med, at virksomhederne indsender ansøgninger. En del virksomheder vælger først at indsende ansøgning om lønkompression, når de har fuld klarhed over, hvornår de kan genåbne. Det betyder, at tallene bliver mere retvisende, jo større dele af økonomien der er genåbnet.

**Beskæftigelsen  
fortsat lav i visse  
brancher**

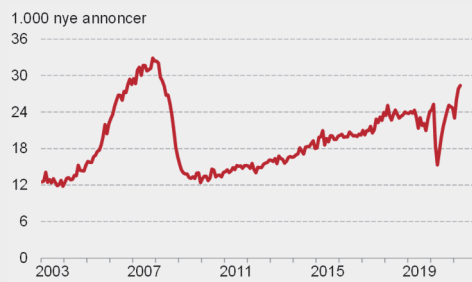
Beskæftigelsesudviklingen har, ligesom produktionsudviklingen, været forskellig på tværs af brancher. Lønmodtagerbeskæftigelsen i *Hoteller og restauranter* samt *Kultur og fritid* var i marts fortsat betydeligt under niveauet på samme tidspunkt sidste år – og lavere end i foråret sidste år, jf. figur II.22. Omvendt er beskæftigelsen i *Bygge og anlæg* steget gennem krisen og var i marts 2021 højere end forud for krisen. Det samme gælder for *Offentlig administration, undervisning og sundhed*, hvilket oplagt skal ses i sammenhæng med både administration af hjælpepakker og et omfattende testapparat. Fremgangen i disse brancher har været med til at absorbere en del af beskæftigelsestabet i de brancher, der har været kraftigt påvirket af coronakrisen. En opgørelse fra den økonomiske ekspertgruppe viser eksempelvis, at en betydelig del af beskæftigelsesfremgangen i *Bygge og anlæg* kommer fra personer, der tidligere var beskæftiget i *Handel og transport* og *Erhvervs-service*, jf. Andersen mfl. (2021).

**Bedring af  
arbejdsmarkedet de  
seneste måneder**

Henover foråret har arbejdsmarkedet vist tegn på bedring med fallende ledighed, jf. figur II.23, et højt antal jobopslag, jf. figur II.24, og et højt antal personer, der hver måned starter i nyt job. Herudover melder en stigende andel af virksomhederne om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft, jf. figur II.25. Indikatorerne peger i retning af, at bedringen er sket i store dele af økonomien, således også i de hårdt ramte brancher. Den seneste rekrutteringsundersøgelse fra STAR peger i retning af, at også de hårdt ramte brancher *Hoteller og restauranter* samt *Rejsebureauer mv.* har haft vanskeligt ved at rekruttere medarbejdere med de rette kompetencer, jf. STAR (2021). Det skal formentlig ses i sammenhæng med en betydelig udvidelse af jobmulighederne indenfor sundhedssektoren, f.eks. som pøder, hvilket kan tiltrække en del af de ufaglærte eller deltidsansatte, der tidligere søgte mod f.eks. restauranterne.

FIGUR II.24 NYE JOBANNONCER

Antallet af nye jobannoncer er steget markant i foråret 2021.

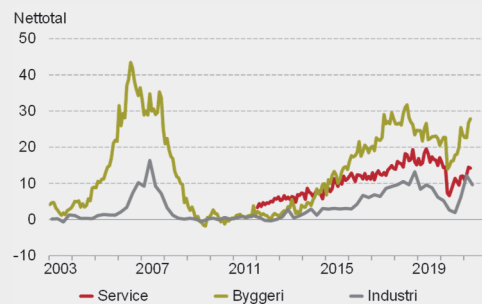


Anm.: Seneste observation er 2. kvartal 2021 for kapacitetsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft i industrien og april 2021 for service og byggeri samt for antallet af nye jobannoncer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Jobindex.

FIGUR II.25 MANGEL PÅ ARBEJDSKRAFT

Virksomhederne melder i stigende grad om produktionsbegrænsninger som følge af mangel på arbejdskraft.



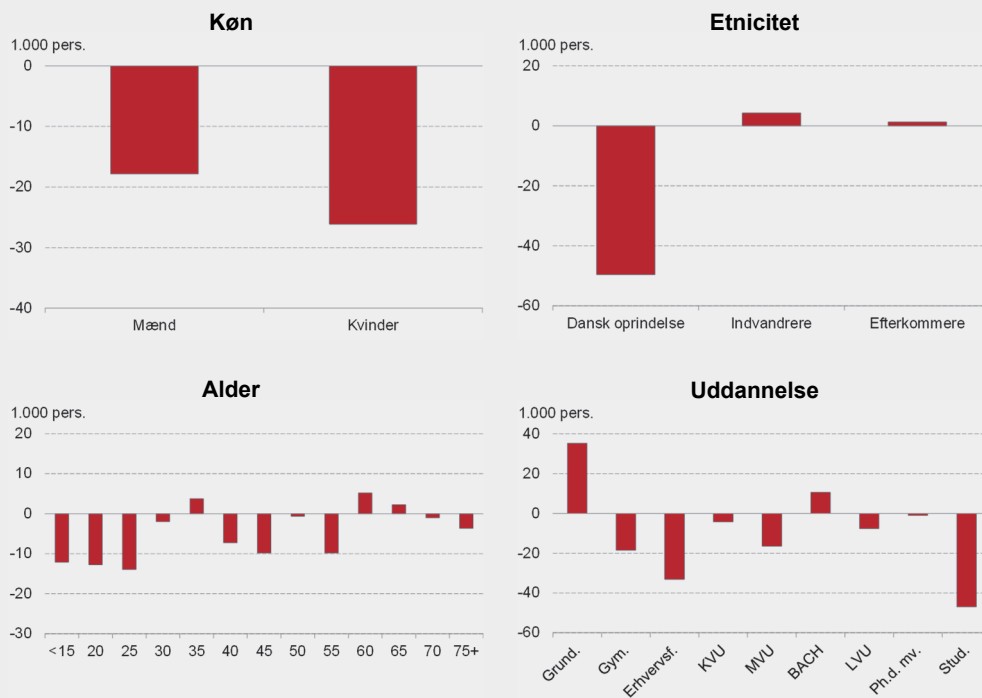
## CORONAKRISEN RAMMER VISSE GRUPPER ANDERLEDES END TIDLIGERE KRISER

### Coronakrisen rammer primært kvinder, unge og studerende

Coronakrisen har ikke kun påvirket beskæftigelsen på tværs af brancher, men har også ramt forskelligt på tværs af socioøkonomiske grupper. Beskæftigelsen var i januar 2021 i forhold til januar 2020 faldet mere for kvinder end for mænd og mere for etniske danskere end for indvandrere og efterkommere. Herudover var beskæftigelsesfaldet større for personer under 25 år end de øvrige aldersgrupper og mere udtalt for studerende og personer med erhvervsfaglig uddannelse end for personer med længere uddannelse, jf. figur II.26. Det gælder både, når ændringen fra sidste år til i år opgøres i antal personer, som vist i figurerne, og når det opgøres som procentvise ændringer.

**FIGUR II.26 BESKÆFTIGELSE I JANUAR 2021 IFT. JANUAR 2020**

Beskæftigelsen er faldet for mere kvinder end mænd og mere for etniske danskere end indvandrere og efterkommere. Beskæftigelsesfaldet har herudover været størst for unge under 25 år og for studerende samt personer med en erhvervsfaglig uddannelse.



Anm.: Figurene viser ændringerne i samlet beskæftigelse i personer. Aldersgrupperne er definerede, så "20" eksempelvis er de 16-20-årige.

Kilde: Egne beregninger på baggrund af registerdata.

**Betinget på branche mv. er kvinder og etniske minoriteter disproportionalt ramt**

Beskæftigelsesudviklingen på tværs af socioøkonomiske grupper hænger tæt sammen med krisens påvirkning på specifikke brancher. Eksempelvis kan en medvirkende årsag til, at unge og studerende er hårdt ramt, være, at krisen særligt har ramt hotel- og restaurationsbranchen, som i stort omfang benytter sig af deltidsansatte unge.



Dæncker (2021) konkluderer, at når man kontrollerer for en række arbejdsmarkedskarakteristika såsom humankapital<sup>5</sup>, branche og jobfunktion, så er unge, kvinder og efterkommere hårdere ramt af coronakrisen end andre grupper, både i form af øget ledighed og i form af større tilknytning til lønkompensationsordningen. Til gengæld finder analysen, at ældre tæt på pensionsalderen har *lavere* sandsynlighed end andre aldersgrupper for at blive afskediget eller hjemsendt på lønkompenation som følge af krisen.

**Coronakrisen har ramt visse grupper anderledes end andre kriser**

*Dansk Økonomi, efterår 2019* indeholdt en analyse af, hvilke grupper der bliver hårdest ramt af konjunkturudsving. I denne analyse var konklusionen, at konjunkturfølsomheden i erhvervsdeltagelsen var særligt stor for mænd, personer i 20'erne og de 55-60-årige, indvandrere og efterkommere, personer med relativt kort uddannelse og personer ansat i fremstillingssektoren. Mens coronakrisen i lighed med andre kriser har ramt de yngre aldersgrupper hårdere, så skiller den nuværende krise sig umiddelbart ud ved primært at ramme kvinder og ansatte i servicesektoren. Det skal ikke mindst ses i lyset af, at coronakrisen er usædvanlig i den forstand, at den ikke har ramt boligmarkedet og byggebranchen, som traditionelt er meget konjunkturfølsomme og beskæftiger en høj andel mænd.

**Coronakrisen rammer dem, der i forvejen var ramt af automatisering**

Mattana mfl. (2020) analyserer, hvem coronakrisen ramte i første bølge ud fra tilgangen til lønkompensationsordningen. De konkluderer, at de medarbejdere, der har været uforholdsmæssigt ramt af coronakrisen, i vid udstrækning er de samme beskæftigelsesgrupper, som har oplevet beskæftigelsesfald i perioden op til krisen. Det gælder eksempelvis metal- og maskinarbejdere, montagearbejdere, kundeservice-medarbejdere og kulturassocierede medarbejdere. Fælles for mange af de ramte grupper er, at de udfører opgaver, som kræver tæt kontakt til kunder eller kollegaer, og at det blandt andet derfor er vanskeligt at udføre opgaverne hjemmefra. Forfatterne konkluderer, at resultaterne understøtter hypotesen om, at coronakrisen kan accelerere strukturelle ændringer på arbejdsmarkedet i form af øget automatisering, som særligt rammer grupper på arbejdsmarkedet med et lavt kvalifikationsniveau.

**Stigende langtidslidighed ...**

I tillæg til, at coronakrisen har ramt visse beskæftigelsesgrupper hårdt, er langtidslidigheden gennem krisen også steget, jf. figur II.27. Stigningstakterne igennem sidste del af 2020 og ind i 2021 minder om forløbet efter finanskrisen, men niveauet for langtidslidigheden er fortsat lavere end i 2011-12. Udviklingen er dog udtryk for, at nogle personer

5) Defineret som uddannelsesniveau, ansættelsesvarighed i aktuel branche og kommune samt arbejdsmarkedserfaring.

er fastholdt længere tid i ledighed, end tilfældet har været de seneste år. Langtidsledigheden er steget for alle aldersgrupper, og stigningen er også bredt funderet på tværs af køn, etnicitet og a-kasser.

**FIGUR II.27 LANGTIDSLEDIGHED**

Langtidsledigheden er steget gennem 2020 og 2021.



Anm.: Seneste observation er marts 2021. Langtidsledige er i opgørelsen fra Jobindsats defineret som bruttoledige, der har været ledige/aktiverede i minimum 80 pct. af tiden inden for de seneste 52 uger fra og med sidste uge i perioden. Egen sæsonkorrektion.

Kilde: Jobindsats og egne beregninger.

... skal bl.a. ses i lyset af ændringer i beskæftigelsesindsatsen

Den stigende langtidsledighed skal blandt andet ses i sammenhæng med de ændringer i beskæftigelsesindsatsen og dagpengereglerne, der er sket i forbindelse med coronakrisen, jf. boks II.3. Mere lempelige dagpengeregler vil alt andet lige fastholde de ledige i ledighed i længere tid, ligesom mangel på aktivering kan indebære, at de ledige kommer længere væk fra arbejdsmarkedet. Herudover kan det have haft en negativ effekt på de i forvejen ledige, at der i foråret 2020 skete en betydelig stigning i antallet af nye ledige. Disse var alt andet lige tættere knyttet til arbejdsmarkedet og har formentlig stået længere fremme i køen til de jobåbninger, der er opstået det seneste år, end personer, der allerede var ledige ved krisens begyndelse.

**BOKS II.3 BESKÆFTIGELSESINDSATS OG DAGPENGEREGLER UNDER KRISEN**

I forbindelse med nedlukningen i foråret 2020 blev også beskæftigelsesindsatsen og dagpengereglerne midlertidigt ændret. Denne boks fremhæver hovedtrækkene af ændringerne.

*Beskæftigelsesindsats*

Beskæftigelsesindsatsen blev i foråret 2020 suspenderet, så den ledige ikke var forpligtet til at stå til rådighed for arbejdsmarkedet, og den aktive indsats i forhold til løntilskudsforløb, virksomhedspraktik osv. blev også suspenderet. Den aktive beskæftigelsesindsats blev gradvist genoptaget i forbindelse med genåbningen henover sommeren 2020, men aktiviteten har gennem det meste af krisen været begrænset, og den har i høj grad skullet foregå digitalt. Fra 15. april 2021 blev det igen muligt for ledige at komme i virksomhedspraktik og løntilskud, og det vil ikke længere være frivilligt for borgeren at tage imod tilbuddet.

*Dagpengeregler*

I tillæg til ændringerne i den aktive beskæftigelsesindsats er dagpengereglerne midlertidigt lempet af flere omgange med to forskellige tilgange. I foråret 2020 blev forbruget af dagpengeretten midlertidigt suspenderet, først i perioden fra 1. marts til 31. maj og sidenhen frem til 31. august 2020. I efteråret blev dagpengeretten midlertidigt forlænget med to måneder for de ledige, der opbruger deres dagpenget i perioden fra den 1. november 2020 og indtil den 1. november 2021. I december blev suspenderingen af dagpengeforbruget genindført fra 1. januar 2021.

**DE FLESTE LØNKOMPENSEREDE VAR I BESKÆFTIGELSE EFTER UDLØB AF ORDNINGEN**

**Flere kompensationsordninger i 2020-21**

Udover lønkompensationsordningen har der blandt andet været ordninger for kompensation til selvstændige og freelancere samt kompensation for faste udgifter, ligesom virksomhederne har haft adgang til forskellige offentlige likviditetsordninger, jf. afsnit II.7.

**Hårdt ramte brancher har modtaget stor andel af kompensation**

De hårdest ramte brancher har modtaget en betydelig del af både det udbetalte beløb via både lønkompensationsordningen og ordningen for faste udgifter, jf. tabel II.2. Der er imidlertid også en række brancher, der ikke har været direkte nedlukkede, der har modtaget kompensation fra ordningerne. Eksempelvis har branchen *Industri* modtaget godt 11 pct. af det samlede beløb udbetalt under lønkompensationsordningen. Industriens træk på ordningen skete primært under første bølge, mens industriens andel af det samlede antal lønkomponserede personer har

været betydeligt mindre i anden runde.<sup>6</sup> Opgørelser fra den økonomiske ekspertgruppe viser, at omkring 10 pct. af de hjemsendte personer på lønkompensationsordningen i perioden fra den 9. til den 16. december 2020 var tilknyttet brancher, der ikke var underlagt direkte restriktioner.

**TABEL II.2 BRANCHEFORDELING AF KOMPENSATIONSORDNINGER**

*Handel* samt *Hoteller og restauranter* har trukket mest på lønkompensationsordningen frem til midten af maj 2021.

	Lønkom- pensation	Faste om- kostninger	BVT-andel <sup>a)</sup>
	----- Pct. -----		
Handel	26,6	15,4	12,9
Hoteller og restauranter	21,2	31,8	1,4
Industri	11,3	4,2	15,4
Transport	8,8	14,6	5,7
Kultur og fritid	6,1	10,3	1,5
Rejsebureauer mv.	5,8	7,1	3,0
Øvrige	20,2	16,6	60,1
I alt	100,0	100,0	100,0

a) Andelen er i pct. af BVT i faste priser i 2019.

Anm.: Tabellen viser andelen i pct. af det samlede udbetalte beløb under kompensationsordningen i både 2020 og 2021. Tabellen er baseret på data til og med uge 19 i år. Tallene er foreløbige.

Kilde: Erhvervsstyrelsen og Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Overrepræsentation af kvinder og ufaglærte på lønkompensation

De personer, der var tilknyttet lønkompensationsordningen i første bølge, adskilte sig fra den øvrige private beskæftigelse, ved at en større andel af de lønkompeniserede var kvinder, indvandrere, unge under 30 år, og ufaglærte. Til gengæld adskilte arbejdsmarkedstilknytningen i form af tidligere ledighed sig ikke markant mellem de lønkompeniserede og den samlede private beskæftigelse. Den økonomiske ekspertgruppe har opgjort, at omkring 60 pct. af de personer, der blev

6) Industriens andel af de lønkompeniserede personer var ifølge egne beregninger på registerdata 12,5 pct. i første bølge (11. marts til 29. august 2020) og er ifølge data frem til uge 17, 2021 5,5 pct. i anden bølge. I anden bølge udgør *Hoteller og restauranter*, *Handel* samt *Kultur og fritid* derimod en større andel end i første bølge.

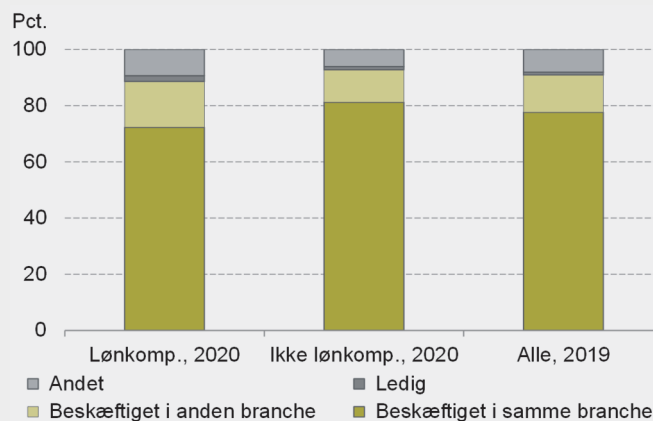
hjemsendt på lønkompensation i december 2020 også var på lønkompensation i foråret, jf. Andersen mfl. (2021).

**De fleste lønkompen-  
serede fastholdes i  
beskæftigelse, ...**

Beregninger på baggrund af registerdata viser, at knap 90 pct. af de personer, der var tilknyttet lønkompensationsordningen i første bølge, fortsat var i beskæftigelse i oktober, dvs. en måned efter udløb af den generelle kompensationsordning, jf. figur II.28. Hovedparten af dem, der fortsat var i beskæftigelse, var beskæftiget indenfor samme branche, men godt 15 pct. af de tidligere lønkompen- serede var i oktober beskæftiget i en anden branche, end da de var på lønkompensation.

**FIGUR II.28 ARBEJDSMARKEDSSTATUS I OKTOBER FORDELT PÅ PERSONTYPER**

Hovedparten af tidligere lønkompen- serede personer er forblevet i beskæftigelse efter udløb af ordningerne.



Anm.: Figuren tager udgangspunkt i tre typer af beskæftigede i referen- ceperioden 11. marts til 29. august (som dækker første bølge af lønkompensationsordningen): 1) De lønkompen- serede i perioden i 2020 "Lønkomp., 2020", 2) de ikke-lønkompen- serede "Ikke løn- komp., 2020", beskæftigede i perioden i 2020 og 3) alle beskæfti- gede i perioden i 2019 "Alle, 2019". Der gøres herefter status i oktober samme år (dvs. oktober 2019 for gruppe 3 og oktober 2020 for gruppe 1 og 2). Personerne kan her være beskæftiget i samme branche, beskæftiget i en anden branche, bruttoledige el- ler andet (f.eks. studerende, selvstændig eller udgået af arbejds- styrken). Brancheskift er opgjort på 127-branchegrupperingen i DB07.

Kilde: Egne beregninger på registerdata.

... men i lidt mindre omfang end øvrige beskæftigede

Beskæftigelsesandelen blandt tidligere lønkompen­serede er i såvel september som november lidt lavere end for beskæftigede, som ikke har været på lønkompen­­sation. Det afspejler, at de lønkompen­serede i lidt større omfang er blevet (brutto)ledige, studerende eller er udgået af arbejdsstyrken. Overgangen til beskæftigelse i en anden branche er i gennemsnit lidt højere for de lønkompen­serede end for øvrige beskæftigede. Illustrationerne tager ikke højde for forskelle i personkarakteristika, og bevægelserne kan derfor skyldes en selektion ind i lønkompen­­sationsordningen af personer med en lavere beskæftigelses­­sandsynlighed eller med en større sandsynlighed for jobskifte.

## II.4

## STATUS PÅ BOLIGMARKEDET

Indhold af afsnittet

Som beskrevet i afsnit II.3 er der høj og stigende aktivitet i dele af økonomien, og især boligmarkedet er præget af kraftige prisstigninger. Dette afsnit beskriver den seneste udvikling på boligmarkedet, både i form af boligpriser, boligudbud, husholdningernes økonomiske forhold samt finansielle forhold knyttet til boligmarkedet. Der diskuteres løbende forskellige faktorer, der kan ligge bag den seneste udvikling. Til sidst i afsnittet diskuteres risikoen for, at økonomien kan ende i en overophedning, hvis den markante boligprisvækst fortsætter.

### BOLIGPRISERNE ER STEGET MARKANT DET SENESTE ÅR

Høj aktivitet på boligmarkedet det seneste år

Boligmarkedet er et af de områder af økonomien, der har været præget af høj aktivitet det seneste år. Boligpriserne og handelsaktiviteten faldt kortvarigt, da coronakrisen ramte dansk økonomi, men siden sommeren sidste år er boligpriserne og handelsaktiviteten steget ganske betydeligt, jf. figur II.29 og figur II.30. I april i år var huspriserne i gennemsnit 17 pct. højere end for et år siden. Handelsaktiviteten er ifølge Boligsiden aftaget lidt i april, men ligger på et fortsat højt niveau.

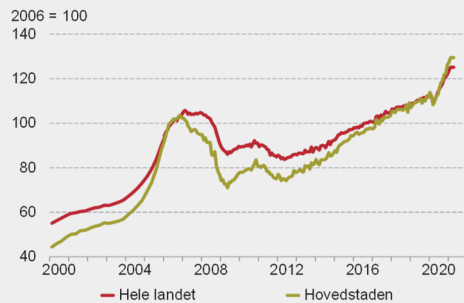
Fremgang i alle regioner, men særligt i Hovedstaden

Prisstigningerne varierer på tværs af landet og boligtyper, men fremgangen ses alle steder. Priserne er steget betragteligt i alle regioner siden april sidste år, men fremgangen har været særligt markant i Region Hovedstaden, herunder særligt i København by. De nominelle boligpriser overstiger nu niveauet forud for finanskrisen de fleste steder. Relativt til niveauet forud for finanskrisen har prisstigningerne været mindst i Region Sjælland, hvor de nominelle priser nu er knap 5 pct. højere end i begyndelsen af 2007. I den modsatte ende af skalaen overstiger huspriserne i Region Hovedstaden nu niveauet fra toppen i

slutningen af 2006 med over 30 pct. De reale huspriser, dvs. huspriserne korrigeret for inflation, ligger i Hovedstaden lidt over niveauet fra toppen i 2006, mens de i Region Sjælland fortsat er ca. 15 pct. under niveauet fra toppen. De reale huspriser for landet som helhed ligger aktuelt omtrent på niveau med niveauet fra toppen før finanskrisen.

FIGUR II.29 HUSPRISER

De nominelle priser er steget markant det seneste år.



Anm.: Huspriserne fra Danmarks Statistik (priser på enfamiliehuse) er tilgængelige til og med februar 2021 og er forlænget med månedsvækstraten fra Boligsiden i marts og april (egen sæsonkorrektion). Før 2006 er det kvartalsvise huspriser hhv. hussalg. Seneste observation for hussalg er februar 2021.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og Boligsiden.

FIGUR II.30 HUSSALG

Antallet af hushandler er steget kraftigt og er højere end op til finanskrisen.



### Huspriser stiger flere steder mere end lejlighedspriser

De markante prisstigninger ses både for lejligheder og huse, og i flere områder har prisstigningerne været mere markante for huse. Det er en tendens, der ses i flere lande, og det kan hænge sammen med ændrede præferencer som følge af coronakrisen, jf. senere i afsnittet.

### International tendens til stigende aktivpriser

Det er ikke kun i Danmark, at boligpriserne er steget betydeligt det seneste år. Boligprisstigninger er en del af en international tendens til stigende aktivpriser, som delvist drives af den meget lempelige pengepolitik samt ekspansive finanspolitik, jf. diskussionen i afsnit II.5. De stigende boligpriser har påkaldt sig megen opmærksomhed internationalt, og i eksempelvis New Zealand har høje husprisstigninger betydet, at centralbanken fra 1. marts 2021 skal tage hensyn til boligprisudviklingen i tilrettelæggelsen af pengepolitikken. Centralbankens mandat er fortsat at sikre stabile priser og fuld beskæftigelse, men den skal nu også vurdere effekten af de pengepolitiske beslutninger på regeringens målsætning om at understøtte mere stabile huspriser, jf. Reserve Bank of New Zealand (2021).

## FUNDAMENTALE FORHOLD UNDERSTØTTER BOLIGPRISSTIGNINGER

### Indkomstfremgang i 2020 understøtter boligefterspørgslen

Husholdningernes efterspørgsel efter boliger afhænger af en række forhold, herunder indkomst og omkostningerne ved at købe og eje en bolig. Trods coronapandemiens markante påvirkning på økonomien i 2020 steg de gennemsnitlige A-indkomster i 2020 godt 4 pct. En betydelig del af stigningen fra 2019 til 2020 kan tilskrives udbetalingen af de indefrosne feriepenge, men selv eksklusive udbetalingen af feriemidler steg indkomsterne ca. 1 pct. i 2020. Husholdningernes økonomi har altså ud fra en gennemsnitsbetragtning været mere robust gennem krisen, end BNP-udviklingen umiddelbart giver anledning til at tro, og indkomstfremgangen har understøttet boligefterspørgslen gennem 2020. De bedre privatøkonomiske end samfundsøkonomiske forhold i 2020 skal ses i lyset af, at mange fyringstruede medarbejdere i perioder har været hjemsendt med fuld løn uden at arbejde, jf. afsnit II.3.

### Højere opsparing i 2020

I tillæg til, at indkomsterne er steget gennem krisen, er husholdningernes opsparing også steget betydeligt, jf. Danmarks Statistik (2021). Det skal formentlig ses i lyset af restriktioner på en række forbrugsgoder, ligesom udbetalingen af de indefrosne feriepenge har bidraget til at øge husholdningernes indestående i banken, jf. også Danmarks Nationalbank (2021a). For husholdninger med ønske om at købe bolig kan den forøgede opsparing anvendes til udbetaling, hvilket kan have fremrykket boligkøbet for nogle husholdninger.

### Potentielle boligkøbere er mindre påvirkede af coronakrisen

Coronakrisens forskelligartede påvirkning på tværs af brancher og socioøkonomiske grupper er medvirkende til, at boligefterspørgslen det seneste år ikke er faldet ligesom BNP. Krisen har i særlig grad ramt unge, lavtuddannede og deltidsansatte, jf. også afsnit II.3, som udgør en mindre andel af de potentielle boligkøbere. Desuden er de fleste boligkøbere (og -ejere) beskæftiget i brancher, der ikke har været særligt udsatte i coronakrisen, jf. Danmarks Nationalbank (2020b). Det betyder, at en stor andel af de potentielle boligkøbere ikke har oplevet samme usikkerhed om deres privatøkonomiske forhold som de beskæftigede i mere udsatte brancher.

### Fortsat lave finansieringsomkostninger

I tillæg til indkomsten afhænger husholdningernes boligkøbsbeslutning af finansierings- og ejeromkostningerne ved en bolig. De lange realkreditrenter er steget lidt i begyndelsen af 2021, men stigningen skal ses i lyset af et fald i første halvår af 2020, og renteniveauet er nu på omtrent samme niveau som ved udgangen af 2019, jf. figur II.21. De korte realkreditrenter har ligget konstant på det nuværende niveau siden 2016, mens pengeinstitutternes udlånsrenter er faldet. Hushold-



ningernes finansieringsomkostninger er dermed fortsat lave og har virket understøttende for boligkøb (og økonomien generelt) det seneste år, jf. Danmarks Nationalbank (2021b).

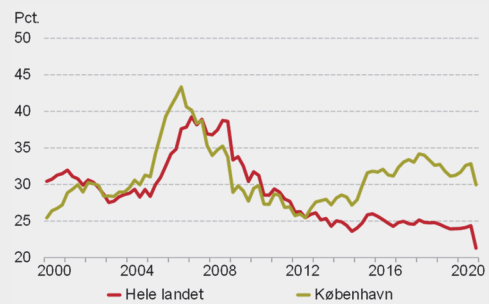
FIGUR II.31 BOLIGRENTER

Husholdningernes finansieringsomkostninger ved boligkøb er fortsat lave.



FIGUR II.32 BOLIGBYRDE

Boligbyrde er fortsat lav i gennemsnit, men relativt høj for lejligheder i København.



Anm.: Seneste observation er april 2021 for boligrenter og 4. kvartal 2020 for boligbyrden. Beregningen af boligbyrden i 4. kvartal 2020 er delvist baseret på skøn fra Nationalbanken. Faldet i 4. kvartal afspejler, at udbetalingen af feriepengene i Nationalbankens opgørelse øger den disponible indkomst i dette kvartal. Boligbyrden er vist for fast rente inkl. afdrag og er nærmere defineret i boks II.4.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Macrobond og Danmarks Nationalbank.

### Boligbyrden er relativt lav

De lave og faldende finansieringsomkostninger den seneste årrække har betydet, at boligbyrden, som opgør de løbende udgifter til finansiering af egen bolig i forhold til den disponible indkomst, ikke er steget i takt med boligpriserne. En opgørelse fra Nationalbanken viser, at boligbyrden har udvist en faldende tendens siden finanskrisen og fortsat ligger på et lavt niveau, væsentligt under niveauet fra toppen i 2006, når den opgøres for enfamiliehuse som gennemsnit for hele landet, jf. figur II.32. Udviklingen i boligbyrden for ejerlejligheder i København har derimod udvist stigende tendens siden 2012. Dette skal ses i lyset af, at boligpriserne i København er steget mere end landsgennemsnittet siden 2012. Den højere boligbyrde i København indebærer alt andet lige, at de københavnske boligkøberes mulighed for at betale de nuværende boligpriser er mindre end den gennemsnitlige boligkøbers. Det tilsiger umiddelbart, at der er et mindre potentiale for boligprisstigninger i København end i resten af landet. Boligbyrden for lejligheder i København er dog fortsat under niveauet fra toppen i 2006, og der er derfor fortsat et vist potentiale for, at efterspørgselspresset kan få boligpriserne til at stige yderligere.

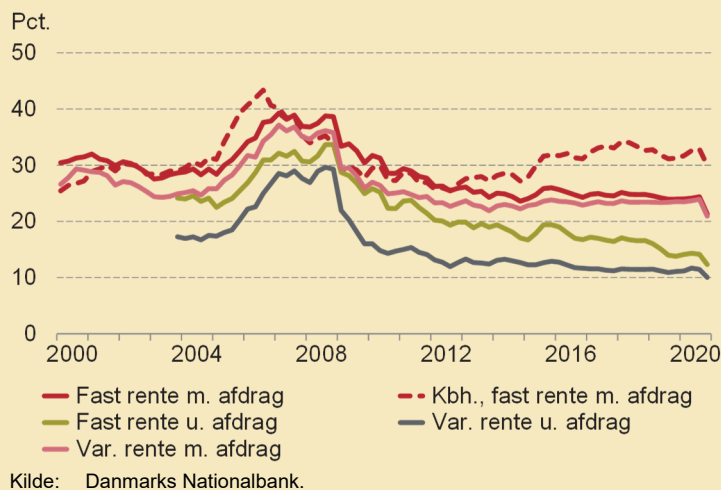
## BOKS II.4 BOLIGBYRDE

*Boligbyrden* måler de løbende udgifter til finansiering af egen bolig i forhold til den disponible indkomst. Boligbyrden inkluderer renteudgifter efter skat til såvel boliglån i banken som i realkreditinstituttet samt boligskat, men indeholder ikke udgifter til forsikring, vedligeholdelse eller andre boligrelaterede udgifter. Boligbyrden opgøres med de aktuelle rente- og skattesatser og måler derfor byrden ved at købe en ny bolig snarere end den gennemsnitlige boligbyrde for boligejerne. Boligbyrden opgøres ved en gennemsnitlig bolig og en antaget standardfinansiering.

Boligbyrden kan opgøres for forskellige finansieringsmuligheder, eksempelvis lån med fast eller variabel rente samt for afdragsfrie henholdsvis lån med afdrag. Afdragene bør principielt ikke betragtes som en omkostning, da det er en opsparing, som øger friværdierne for husholdningerne. En række aktører inkluderer imidlertid alligevel afdrag i beregningen af boligbyrden, da afdragene spiller en betydelig rolle i både privatøkonomi og kreditgodkendelse.

Beregningerne af boligbyrden kan variere på tværs af opgørelser afhængig af de præcise forudsætninger. Figur A nedenfor viser en opgørelse fra Nationalbanken. Den angiver de stiliserede finansieringsomkostninger inkl. bidragssatser, kursskæringer og boligskat ved at købe et enfamiliehus på 140 kvadratmeter som andel af den gennemsnitlige disponible husstandsindkomst. Finansieringsomkostningerne er baseret på den anførte låntype med tillæg af et bankfinansieret lån for den del, der ikke kan finansieres af realkreditlån. Der antages fuld lånefinansiering af boligkøbet (boligkøb forudsætter normalt en udbetaling på minimum 5 pct., men da disse penge alternativt kunne være anvendt til andre formål end boligkøb, inkluderes de som en omkostning i beregningen af boligbyrden). Boligbyrden for København by er i opgørelsen baseret på priser på en ejerlejlighed på 78 kvadratmeter, men disponibel indkomst på landsplan.

FIGUR A BOLIGBYRDE



### Ændrede præferencer under coronakrisen?

Ud over de mere traditionelle fundamentale forhold kan coronakrisen have påvirket boligpriserne på forskellig vis. En kanal er gennem boligkøbernes præferencer. Det kan eksempelvis være, at en større grad af hjemmearbejde øger ønsket til plads i boligen, ligesom ændrede rejsemønstre kan øge præferencerne for egen have eller sommerhus. Herudover har det gennem det seneste år været mere vanskeligt at forbruge andre luksusgoder såsom rejser og oplevelser, hvilket kan have forskudt en større del af husholdningernes midler over mod boliger. Det øger alt andet lige efterspørgslen på kort sigt. Sandsynligheden for, at en del af boligprisstigningerne igennem det seneste år kan tilskrives ændrede præferencer, understøttes af, at de hastigt stigende boligpriser er en international tendens.

### Bedre match kan have øget priserne

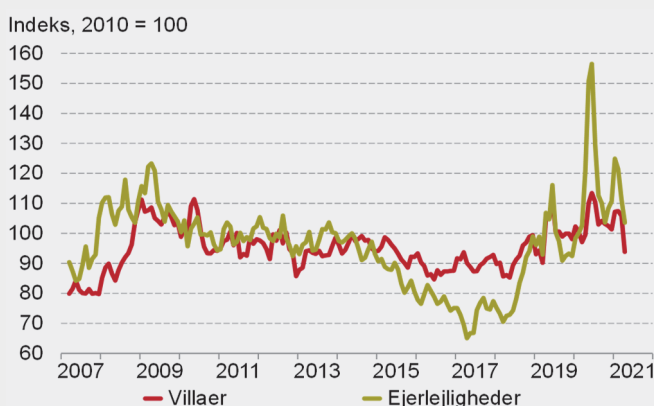
Det øgede omfang af hjemmearbejde under coronakrisen kan også have påvirket boligmarkedet ad en anden kanal, nemlig ved at mindske friktionerne på boligmarkedet. Baggrunden for denne mulige effekt er, at der foregår en søgeproces forud for, at en handel gennemføres. Øges effektiviteten af søgeprocessen som følge af mere effektiv matching mellem udbud og efterspørgsel, vil det bidrage til, at de realiserede boligpriser øges. Sandsynligheden for et godt match øges, når der er mange huse til salg, men også, hvis potentielle køberes mulighed for at deltage i fremvisninger forbedres. Den mere fleksible tilrettelæggelse af arbejdet, der må formodes at være et resultat af øget hjemmearbejde, har formentlig givet bedre mulighed for at deltage i fremvisninger, hvilket kan have forbedret matchet på boligmarkedet. Denne søgeteoretiske mekanisme kan således potentielt bidrage til en forklaring på stigende boligpriser af rent realøkonomiske grunde.

### Indikationer på corona-relaterede forandringer i søgeaktiviteten

Antallet af fremvisninger er steget markant gennem det seneste år. Det kan skyldes bedre muligheder for at deltage i fremvisninger og øget interesse fra boligkøberne, men det kan også være et resultat af, at der kan have været færre besøgende pr. fremvisning som følge af restriktioner og smitteforebyggende tiltag. Set i forhold til handelsaktiviteten steg antallet af fremvisninger særligt i forbindelse med nedlukningerne i foråret 2020 og vinteren 2020/21, jf. figur 33. Det indikerer, at der kan være sket et corona-relateret skift i søgeadfærden. Mønstret er mere tydeligt for lejligheder end for villaer, hvilket kan hænge sammen med, at en stor andel af ejerlejlighederne ligger i Københavnsområdet. Søgemechanismen må forventes at have størst relevans i områder, hvor omfanget af hjemmearbejde har været mest udbredt, og det er, grundet forskelle i erhvervsstruktur, netop tilfældet i København.

**FIGUR II.33 FREMVISNINGER IFT. HANDLER**

Antallet af fremvisninger er steget relativt til handelsaktiviteten de seneste år, men særligt i forbindelse med nedlukningen i foråret 2020.



Anm.: Figuren viser forholdet mellem antallet af fremvisninger og antal salg for hele landet. Antallet af fremvisninger er ikke korrigeret for, at antallet af personer til en fremvisning ikke nødvendigvis er konstant over tid. Begge serier er sæsonkorrigerede og tre måneders glidende gennemsnit.

Kilde: Danske Bank på baggrund af Home.

**Det kræver nærmere analyser at fastslå de væsentligste drivkræfter**

Samlet er der flere mulige forklaringer på, at efterspørgslen efter boliger har været høj det seneste år, og det kan ikke udelukkes, at i hvert fald en del af de markante prisstigninger kan tilskrives midlertidige eller eventuelt mere vedvarende corona-relaterede forhold. Det kræver dog nærmere analyser, før det kan godtgøres, om forklaringerne kan bidrage til at forklare prisstigningerne, og i givet fald hvor store de enkelte bidrag er.

**Priser drives på kort sigt af efterspørgsel**

Det samlede udbud af boliger tilpasser sig kun langsomt, da det tager tid at bygge nyt. På kort sigt drives boligpriserne derfor i vidt omfang af ændringer i efterspørgslen. På længere sigt øges udbuddet af boliger, når priserne stiger, fordi det bliver mere rentabelt at bygge nyt, og det vil på sigt virke dæmpende på boligpriserne. Det påbegyndte byggeri af enfamiliehuse faldt igennem 2020, men er steget i første kvartal i år.

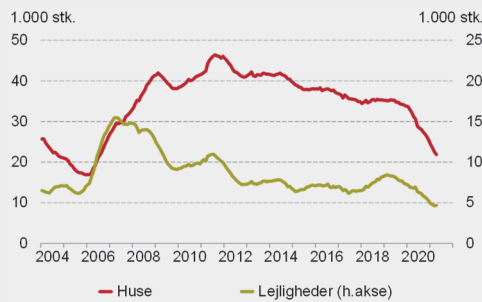
**Fald i antallet af boliger til salg**

Salgsaktiviteten igennem 2020 har været så markant, at tilgangen af nye boliger til salg ikke har kunnet følge med. Det samlede antal huse

og lejligheder til salg er derfor aktuelt meget lavt, jf. figur II.34. Det bidrager til at holde priserne oppe, ligesom det kan medvirke til hurtigere købsbeslutninger, jf. også nedenfor. På samme måde som boligkøbernes præferencer kan have ændret sig i forbindelse med coronakrisen, kan også boligsælgerne være påvirkede. Eksempelvis kan nedlukningen af store dele af kulturlivet have fået ældre boligejere til at udskyde en flytning ind mod byen. Der er imidlertid tegn på, at flere efterhånden vælger at sætte deres bolig til salg, jf. figur II.35. Den højere tilgang af nye boliger til salg indebærer, at faldet i det samlede antal boliger til salg i eksempelvis Hovedstaden er ophørt. Det vil forventeligt bidrage til at tage toppen af prisstigningerne.

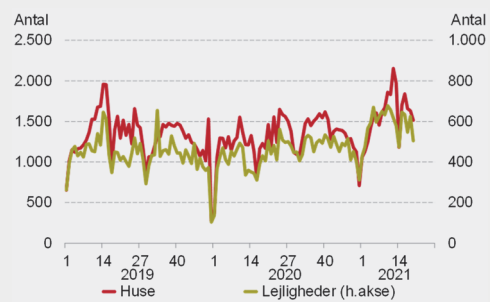
FIGUR II.34 BOLIGUDBUD

Antallet af huse og lejligheder til salg er meget lavt.



FIGUR II.35 NYE BOLIGER TIL SALG

Flere har mod slutningen af 2020 og i 2021 sat deres bolig til salg.



Anm.: Seneste observation er april 2021 for boligudbud og uge 19 2021 for nye boliger til salg. Nye boliger til salg er ikke sæsonkorrigeret.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken (venstre) og Boligsiden (højre).

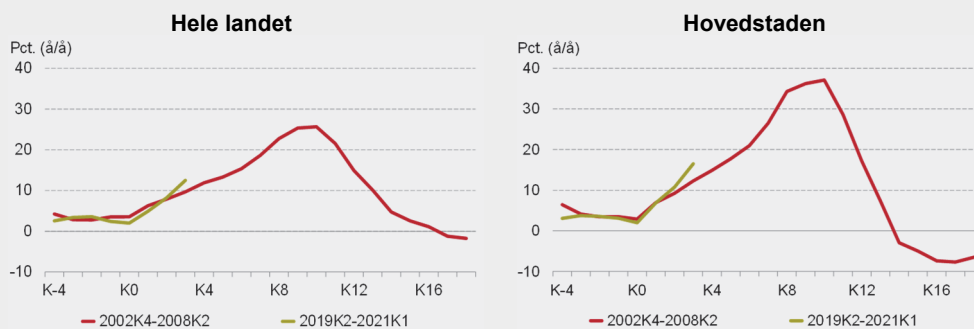
## RISIKO FOR SELVOPFYLDENDE FORVENTNINGER TIL PRISSTIGNINGER

### Risiko for selvopfyldende forventninger

Der er flere mulige forklaringer på, at boligpriserne er steget gennem det seneste år, jf. diskussionen ovenfor. De markante prisstigninger kan dog også føre til, at nogle boligkøbere fremskynder en købsbeslutning, fordi de ønsker at komme ind på markedet, før det er for sent. Det kan give anledning til et selvopfyldende forløb, hvor boligkøbernes forventninger om yderligere prisstigninger øger boligefterspørgslen, hvilket får priserne til at stige yderligere. Et sådant forløb blev sidst set i årene op til finanskrisen, og erfaringen fra dengang er, at det kan give et markant prisfald, når boligkøberne indser, at priserne er kommet ud af trit med de fundamentale forhold. Priserne er endnu ikke steget i samme omfang som i midten af 2000'erne, men den nuværende prisudvikling ligner de tidlige faser af forløbet op mod finanskrisen, jf. figur II.36.

FIGUR II.36 ÅRLIGE PRISSTIGNINGER PÅ ENFAMILIEHUSE

Prisstigningstakterne minder om de tidlige faser af forløbet op mod finanskrisen.



Anm.: K0 angiver kvartalet lige inden, prisstigningerne for alvor sætter ind i de to perioder (K0 er 2003K4 hhv. 2020K2). Den røde kurve viser boligprisstigningerne (å/å) i perioden 4. kvartal 2002 til 2. kvartal 2008, dvs. tiden op til og efter finanskrisen. Den grønne kurve viser den nuværende udvikling i boligprisstigningerne (å/å) i perioden 2. kvartal 2019 til 1. kvartal 2021. Huspriserne fra Danmarks Statistik er tilgængelige til og med februar 2021 og er forlænget med månedsvækstraten fra Boligsiden i marts.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, Boligsiden og egne beregninger.

### Væsentlige forskelle ift. situationen op til finanskrisen

Selvom prisudviklingen umiddelbart kan ligne forløbet op mod finanskrisen, adskiller den nuværende situation sig dog fra finanskrisen på en række områder. Boligbyrden er, som beskrevet, lavere nu, ligesom udlånsvæksten til husholdningerne er lavere, og andelen af risikable lån er lavere end op til finanskrisen. Disse forskelle skal – udover den

lavere rente – uden tvivl ses i lyset af, at reguleringen af den finansielle sektor, herunder udlån til boligejere, blev strammet på flere punkter i kølvandet på finanskrisen, jf. også diskussionen nedenfor. Disse forhold gør, at der på nuværende tidspunkt er mindre grund til bekymring for udviklingen på boligmarkedet, omend risikoen for et selvopfyldende forløb ikke bør udelukkes.

#### Husholdningerne forventer stigende priser

Flere undersøgelser tyder på, at husholdningerne forventer fortsat højere huspriser den kommende tid. I en undersøgelse fra Boligsiden i begyndelsen af i år angiver 40 pct. af deltagerne, at de forventer boligprisstigninger på mellem 1 og 5 pct., mens knap en fjerdedel venter stigninger på mere end 5 pct. i år, jf. Boligsiden (2021). I den seneste undersøgelse fra Boligøkonomisk Videncenter angiver 55 pct. af de adspurgte, at de forventer stigende boligpriser det kommende år, mens 9 pct. tror på faldende priser. Undersøgelsen peger på, at forventningerne til fremtidige boligpriser i høj grad formes af den faktiske boligprisudvikling det seneste halve år. Billedet er omtrent det samme i en undersøgelse fra Danske Bank, hvor over halvdelen af de adspurgte angiver, at de forventer stigende boligpriser, mens ca. 6 pct. venter et prisfald. Tiltagende prisstigningsforventninger er et faresignal i et marked, hvor priserne allerede er høje og stigende. Undersøgelsen fra Danske Bank viser, at omkring en fjerdedel af de adspurgte er bekymrede for en boligboble, og bekymringen er særligt høj i København, jf. Danske Bank (2021).

#### Grund til skærpet opmærksomhed,

IMF, Nationalbanken og Det Systemiske Risikoråd har udtrykt bekymring om udviklingen på boligmarkedet, særligt i og omkring København, og Det Systemiske Risikoråd har annonceret, at rådet på næste møde i juni 2021 vil anbefale regeringen at iværksætte tiltag, der kan begrænse risikoopbygningen på boligmarkedet, jf. Det Systemiske Risikoråd (2021) og IMF (2021).

#### ... men også faktorer, der kan dæmpe prisstigningerne

Omvendt trækker flere forhold i retning af, at prisvæksten kan dæmpes – eller at priserne ligefrem kan falde – de kommende måneder. For det første er der som tidligere nævnt tegn på øget tilgang af nye boliger til salg, ligesom det påbegyndte boligbyggeri er steget i begyndelsen af 2021. For det andet giver genåbningen af samfundet mulighed for en tilbagevenden til mere normale forbrugsmønstre, hvilket vil skifte en del af husholdningernes forbrug over mod oplevelser og rejser frem for boligen. For det tredje kan det ikke udelukkes, at det præferenceskift, der kan være forårsaget af pandemien, har ført til en fremrykning af købsbeslutninger hos husholdninger, der ellers ville have købt bolig i løbet af de nærmeste år. I givet fald vil prisen være midlertidig, da der vil være en lavere boligefterspørgsel på et senere

tidspunkt. For det fjerde vil en tilbagevenden til mere normale arbejdsforhold igen mindske boligkøberes muligheder for at deltage i fremvisninger og derved normalisere matching-processen på boligmarkedet. En del af de bedre match kan dog være vedvarende, hvis fleksibiliteten i tilrettelæggelsen af arbejdet øges fremover.

**Boligprisstigninger kan øge forbruget**

Den seneste tids boligprisstigninger påkalder sig opmærksomhed fra en makroøkonomisk synsvinkel, idet højere (og særligt uventede) boligprisstigninger erfaringsmæssigt fører til forbrugsfremgang. Sammenhængen mellem boligpriser og forbrug kan have flere forklaringer. Højere boligpriser øger husholdningernes formue, hvilket naturligt fører til øget forbrug set over livet. Større boligformuer kan i særdeleshed give mulighed for at optage lån, hvilket kan øge forbruget for kreditbegrænsede husholdninger. En analyse foretaget på danske registerdata har eksempelvis tidligere vist, at uventede boligprisstigninger fører til øget realkreditbelåning, jf. Andersen og Leth-Petersen (2019). I tillæg til stigende forbrug vil højere boligpriser bidrage til at øge boliginvesteringerne og dermed yderligere stimulere den samlede efterspørgsel. Tilsvarende kan en nedadgående boligprisspiral dæmpe forbrug og boliginvesteringer og dermed være medvirkende til en længere periode med lavkonjunktur.

### **ENDNU INGEN TEGN PÅ UHOLDBAR GÆLDSSÆTNING**

**Strammere regulering efter finanskrisen**

I kølvandet på finanskrisen er reguleringen af boligmarkedet blevet strammet ad flere omgange. Adgangen til de såkaldt risikable lån med variabel rente og afdragsfrihed er derfor mindre i dag end op til finanskrisen, ligesom der er skærpet opmærksomhed om høj belåning i husholdningerne. I vækstområderne er der i tillæg til den generelle regulering yderligere opmærksomhed og restriktioner, eksempelvis i form af højere udbetalingskrav ved en høj belåning, jf. boks II.5.

**Afdæmpet udlånsvækst**

Indtil videre er der ikke tegn på uholdbar gældssætning blandt husholdningerne. Udviklingen i det samlede udlån til husholdningerne gennem 2020 og de første måneder af 2021 adskiller sig ikke væsentligt fra udviklingen de seneste år, og udlånsvæksten er betydeligt mindre end i årene op til finanskrisen, jf. figur 37.



## BOKS II.5 REGULERING AF BOLIGMARKEDET

Kravene for at blive kreditgodkendt til boliglån er blevet strammet flere gange siden finanskrisen, blandt andet på baggrund af anbefalinger fra det såkaldte Rangvid-udvalg, der i januar 2012 blev nedsat til at undersøge, hvorfor finanskrisen ramte Danmark. Nedenfor gives et overblik over væsentlige ændringer i reguleringen af boligmarkedet de seneste år.

2013: I Erhvervsministeriets "god skik"-regler tilføjes krav om, at alle låntagere skal kunne servicere et fastforrentet lån for at blive kreditgodkendt (uafhængigt af valg af lånetype).

2014: Annoncering af tilsynsdiamanten for realkreditinstitutter, der træder i kraft i perioden 2018-20. De fem pejlemærker i tilsynsdiamanten omhandler blandt andet begrænsninger på udlånsvæksten samt afdragsfrihed og variabel rente ved høje belåningsgrader (defineret som boliggylden ift. boligens værdi) for at reducere realkreditinstitutternes risiko.

2015: Udbetalingskrav på 5 pct. inkl. låneomkostninger tilføjes til "god skik"-bekendtgørelsen (banklån reduceres dermed til maksimalt 15 pct.).

2016: I vækstområder øges udbetalingskravet for låntagere med en gælds faktor på mere end fire (defineret som låntagerens samlede gæld ift. indkomsten før skat) til 10 pct., jf. Finanstilsynets vækstvejledning. For låntagere med en gælds faktor på mere end fem øges udbetalingskravet til 25 pct. Vækstområderne udgøres af Aarhus Kommune samt 17 kommuner i hovedstadsområdet\*.

2018: En ændring af "god skik"-bekendtgørelsen medfører, at boligejere med en gælds faktor over fire ikke kan vælge lån med en rentebinding på mindre end 5 år, hvis de skal låne mere end 60 pct. af boligens værdi. Ordningen ændrer ikke på det lånebeløb, en boligkøber kan kreditgodkendes til.

\* København, Frederiksberg, Dragør, Tårnby, Albertslund, Ballerup, Brøndby, Gentofte, Gladsaxe, Glostrup, Herlev, Hvidovre, Høje-Taastrup, Ishøj, Lyngby-Taarbæk, Rødovre og Vallensbæk.

Kilde: Danmarks Nationalbank (2020a) og Erhvervsministeriet (2016).

**FIGUR II.37 VÆKST I UDLÅN TIL HUSHOLDNINGER**

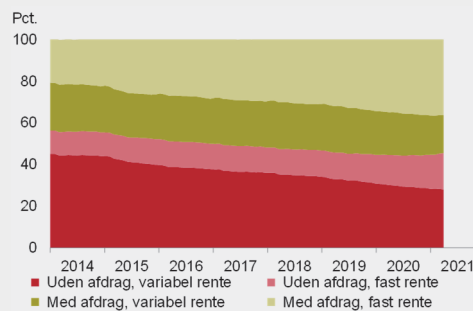
Realkreditudlånet til husholdningerne vokser kun afdæmpet, mens udlånet fra pengeinstitutterne falder.



Anm.: Seneste observation er marts 2021. Figurene viser ultimobalancen for udlån til husholdninger.  
Kilde: Danmarks Nationalbank.

**FIGUR II.38 SAMMENSÆTNING AF REALKREDITUDLÅN**

Andelen af fastforrentede udlån uden afdrag er steget de seneste måneder.



### Flere fastforrentede lån uden afdrag

Sammensætningen af realkreditudlånet til husholdningerne er de seneste år skiftet fra især afdragsfrie lån med variabel rente til lån med fast rente og afdrag, jf. figur II.38. Udviklingen skal ses i lyset af de seneste års rentefald og kan både afspejle, at eksisterende ejere har omlagt deres lån, og at nye boligkøbere i højere grad vælger de mindre risikable lån. Det giver øget robusthed blandt husholdningerne, både fordi det trækker i retning af at øge friværdierne, og fordi det mindsker risikoen i forbindelse med stigende renter. Realkreditudlånet uden afdrag har været faldende over en længere årrække, men denne tendens er på det seneste ophørt. Udviklingen drives i 2020-21 af en stigning i fastforrentede lån uden afdrag, hvilket formentlig skal ses i lyset af de seneste års stramninger af den finansielle regulering, som indebærer, at nogle husholdninger ikke har mulighed for at vælge afdragsfrie lån med variabel rente. En stigende andel afdragsfrie lån udgør en risiko, idet det mindsker husejernes opsparing og derigennem robusthed overfor fremtidige prisfald.

### Risiko afhænger af fordeling af lån

En stigende andel afdragsfrie lån udgør i særlig grad en risiko, hvis de optages af husholdninger med høj gæld, eller hvis de i særlig grad optages i områder med i forvejen høj prisvækst. Det sidste skyldes, at en stigende andel afdragsfrie lån her kan tilskynde til yderligere efterspørgselspres, fordi det letter boligejernes boligbyrde inkl. afdrag. Det

Systemiske Risikoråd har påpeget, at afdragsfrie lån er særligt udbredte blandt de mest forgældede boligejere, og Danmarks Nationalbank (2021c) har vist, at de afdragsfrie lån er mest udbredte i og omkring de store byer med høje prisstigninger. Omvendt tyder en analyse fra Nationalbanken på, at de mest risikable lånetyper udgør en mindre andel af nyudlånet til de mest forgældede førstegangskøbere i Storkøbenhavn og Aarhus, jf. Danmarks Nationalbank (2020a). Det underbygges af tal fra Realkredit Danmark, der ikke tyder på, at fremgangen på det københavnske boligmarked kan henføres til, at boligejerne har højere belåningsgrad end tidligere, jf. Realkredit Danmark (2020). Samlet set er der på nuværende tidspunkt mindre grund til bekymring om udviklingen på boligmarkedet, end der var i forløbet op mod finanskrisen. De betydelige boligprisstigningstakter indebærer dog en makroøkonomisk risiko, hvis det ender med et selvopfyldende forløb, jf. diskussionen tidligere i afsnittet. Der er derfor grund at være opmærksom på udviklingen på boligmarkedet i den kommende tid.

### HØJ FART PÅ BOLIGMARKEDET KAN ENDE I OVEROPHEDNING

#### I fremskrivningen ventes afdæmpede boligprisstigninger

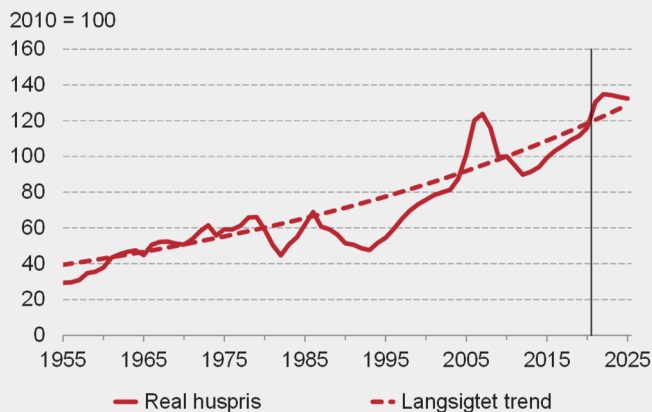
I fremskrivningen, der præsenteres i afsnit II.6, ventes de aktuelt høje boligprisstigninger at blive mere afdæmpet senere på året. Denne forventning understøttes dels af, at boligbyggeriet har et højt niveau, og et højere boligudbud vil alt andet lige lægge en dæmper på boligpriserne, dels af udsigten til lidt højere renter, som ligeledes vil lægge en dæmper på prisstigningerne. Dertil kommer en formodning om, at coronakrisen midlertidigt har bidraget til at øge boligpriserne, jf. ovenfor. I takt med den relativt hurtige normalisering af samfundet, som forudsættes i fremskrivningen, ventes det opadgående pres på boligpriserne, som er knyttet til coronakrisen, at blive dæmpet. Kontantprisen på boliger ventes trods dette at være ca. 25 pct. højere i 2022 end i 2019. Niveauet for den reale kontantpris er dermed ca. 20 pct. højere i 2022, end en fortsættelse af den historiske trend ville tilsige, jf. figur II.39.

#### Risiko for fortsat stigende boligpriser

Udviklingen op til finanskrisen viste, at boligpriserne kan stige betydeligt på ganske få år. Den nuværende udvikling kan dermed meget vel ende med væsentligt højere prisstigninger de førstkomende år end forventet i fremskrivningen. I givet fald er der en betydelig risiko for, at priserne kommer ud af trit med de fundamentale forhold, og at boligmarkedet ender i en overophedning med bratte prisfald til følge og afledte, negative konsekvenser for realøkonomien.

**FIGUR II.39 REAL KONTANTPRIS**

I fremskrivningen ventes de aktuelt høje prisstigninger at aftage i løbet af i år, men niveauet for den reale kontantpris ligger omkring 20 pct. højere end den historiske trend.



Anm.: Den historiske trend er estimeret som en log-lineær trend i den reale kontantpris på enfamiliehuse for perioden 1955-2020.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Risiko for overophedning

Hvis boligpriserne fortsætter med at stige med den nuværende hastighed, kan det medvirke til, at virksomheder og forbrugere bliver smittet af den meget høje optimisme på boligmarkedet, hvilket forstærker den generelle optimisme som følge af hurtig vaccineudrulning og udsigterne til snarlig normale tilstande med hensyn til coronarestriktioner.<sup>7</sup> Højere investerings- og forbrugskvoter vil øge den danske produktion endnu mere end lagt til grund for fremskrivningen. Dette vil indebære en endnu kraftigere stigning i beskæftigelsen, og der vil givetvis opstå mangelsituationer på dele af både arbejds- og varemarkedet, hvilket vil presse lønninger og priser op. En sådan situation risikerer at give anledning til en overophedning af dansk økonomi.

7) IMF præsenterer også et optimistisk scenarie, jf. afsnit II.5, som har fokus på hurtigere vaccineudrulning og større effektivitet af vaccinerne. IMF nævner, at det medvirker til at øge tilliden blandt forbrugere og virksomheder. I et sådant tilfælde, hvor der også er mere optimistiske forudsætninger vedrørende coronaudviklingen, er der dermed endnu en grund til, at forbrug og investeringer kan stige meget kraftigt på kort sigt.

**Strammere regulering efter finanskrisen**

I kølvandet på finanskrisen er den finansielle regulering af boligmarkedet strammet ad flere omgange, jf. ovenfor. Dette vurderes alt andet lige at indebære, at boligprisstigningerne selv i et overophedningsscenario vil blive mindre end i årene op til finanskrisen. Den besluttede genindførelse af boligbeskatning baseret på aktuelle værdier vil også kunne bidrage til at dæmpe prisstigningerne, men den træder tidligst i kraft i 2024. I afsnit II.10 diskuteres risikoen for overophedning på boligmarkedet og mulige politisk-økonomiske tiltag til at dæmpe prisstigningerne.

## II.5

## INTERNATIONAL ØKONOMI OG FINANSIELLE FORHOLD

**Covid-19 påvirker stadig den økonomiske aktivitet negativt**

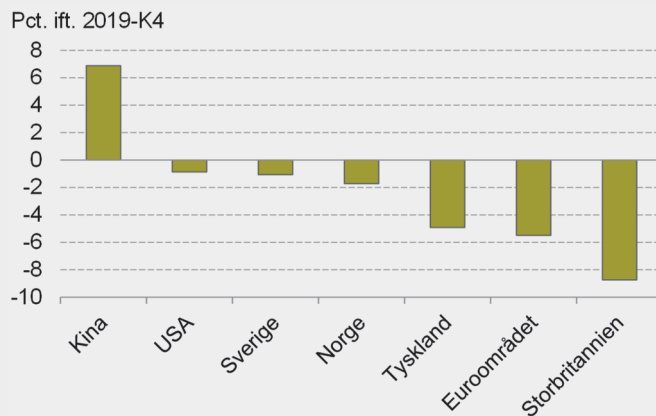
Halvandet år efter, at udbruddet af covid-19 første gang blev indberettet til WHO den 31. december 2019, er der stor forskel på, hvor hårdt forskellige lande har været ramt af pandemien, både hvad angår smitteudbredelse og de økonomiske konsekvenser. I Kina, hvor pandemien startede, var BNP-niveauet i første kvartal 2021 allerede markant højere end i fjerde kvartal 2019, mens BNP-niveauet i USA var knap 1 pct. lavere. Sammenlignet med USA har det akkumulerede BNP-fald i Sverige og Norge været lidt større, men i de fleste europæiske lande er aktiviteten faldet endnu mere. I Storbritannien var BNP i første kvartal 2021 eksempelvis fortsat knap 9 pct. lavere end i fjerde kvartal 2019, jf. figur II.40.

**Nye smittebølger har forsinket genopretningen af europæisk økonomi**

I løbet af det seneste halve år fra november 2020 til maj 2021 har nye smitteudbrud i form af en anden eller tredje smittebølge af covid-19 medført nye nedlukninger både i Europa og i en række andre lande. Øget smitteudbredelse og nedlukninger førte i fjerde kvartal 2020 til et nyt aktivitetsfald på 0,7 pct. i euroområdet, og i første kvartal 2021 faldt BNP med yderligere 0,6 pct. Aktivitetsfaldet i forbindelse med de nye smittebølger har været mindre end i foråret 2020, hvilket blandt andet skal ses i sammenhæng med, at restriktionerne under anden og tredje smittebølge i højere grad har været målrettet servicesektoren, mens industrien har været mindre omfattet af restriktioner, jf. også senere i afsnittet.

**FIGUR II.40 BNP-VÆKST UNDER CORONAKRISEN**

Siden coronapandemiens udbrud er BNP i Kina steget med mere end 6 pct., men i USA og mange europæiske lande er aktiviteten fortsat lavere end forud for krisen.



Anm.: Figuren viser den samlede BNP-vækst fra 4. kvartal 2019 til 1. kvartal 2021. For de europæiske lande anvendes BNP-indikatoren for 1. kvartal 2021.

Kilde: Macrobond og egne beregninger.

#### Afsnittets indhold

Afsnittet indledes med en beskrivelse af den aktuelle situation i den internationale økonomi. Beskrivelsen har særligt fokus på forskelle i hastigheden af den økonomiske genopretning i Kina, USA og Europa. Herefter diskuteres risici for den globale realøkonomiske udvikling med særligt fokus på den fremtidige smitteudvikling og udviklingen i aktivpriser. Idet den realøkonomiske udvikling er afhængig af den fremtidige smitteudvikling, præsenteres de tre scenarier fra IMF's seneste globale prognose, der er baseret på forskellige forløb for pandemiens udvikling. Hovedscenariet fra IMF's prognose danner baggrund for de antagelser om udviklingen i udlandet, der lægges til grund for fremskrivningen af dansk økonomi i afsnit II.6. Afslutningsvis følger to delafsnit, der fokuserer på penge- og finanspolitikken i USA henholdsvis Europa.

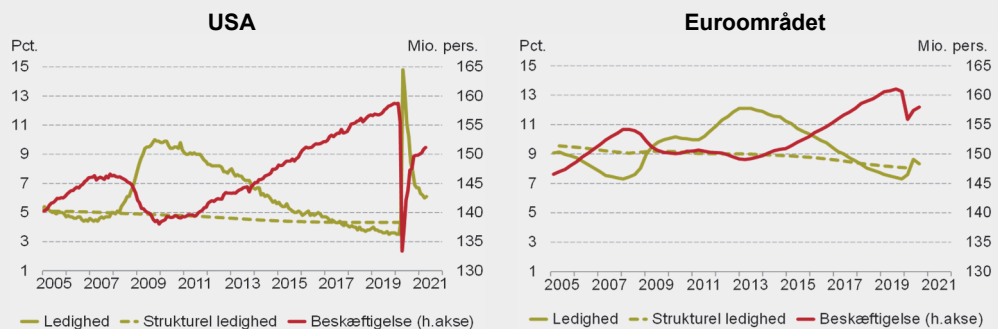
## STORE BESKÆFTIGELSESFALD I USA OG EUROPA I 2020

### Beskæftigelsen i USA faldt med 20 mio. i foråret 2020

I forbindelse med coronapandemiens udbrud faldt beskæftigelsen i USA fra februar 2020 til april 2020 med ca. 20 mio. personer. Beskæftigelsen nåede dermed et niveau, der var lavere end på noget tidspunkt under finanskrisen. Opgjort som årgennemsnit faldt beskæftigelsen med godt 8,5 mio. personer i 2020 svarende til ca. 5½ pct. Samtidig steg ledigheden kraftigt i første halvår 2020, så ledighedsprocenten nåede op på næsten 15 pct. Sidenhen er ledigheden igen faldet til godt 6 pct., hvilket fortsat er næsten dobbelt så højt som i februar 2020 (før coronakrisen) og ca. 1½ pct. point højere end den strukturelle ledighed, jf. figur II.41.

FIGUR II.41 BESKÆFTIGELSE OG LEDIGHED I USA OG EUROOMRÅDET

Beskæftigelsen i USA faldt kraftigt i april 2020, men omkring to tredjedele af faldet er sidenhen blevet indhentet igen. Beskæftigelsen faldt mindre i euroområdet end i USA, ligesom den efterfølgende fremgang har været svagere.



Anm.: Seneste observation er april 2021 for USA og 1. kvartal 2021 for euroområdet. Strukturel ledighed angiver OECD's NAIRU-ledighed.

Kilde: OECD og Macrobond.

### Beskæftigelsen faldt mindre i Europa, men genopretningen er langsommere

Opgjort som årgennemsnit faldt beskæftigelsen i euroområdet med godt 2½ mio. personer i 2020 svarende til ca. 1½ pct. Beskæftigelsen faldt mindre end i USA, hvilket blandt andet kan tilskrives en større udbredelse af lønkompensationsordninger i Europa, jf. *Produktivitet 2021*. I Tyskland var der i andet kvartal 2020 eksempelvis i gennemsnit mere end 5 mio. ansatte tilknyttet arbejdsdelingsordningen *kurzarbeit*, mens mere end en tredjedel af de beskæftigede i Frankrig i april 2020 var tilknyttet arbejdsdelingsordningen *activité partielle*, jf. Berson mfl. (2020).

Den større udbredelse af lønkompensationsordninger i Europa har også medført, at ledighed steg mindre end i USA i første halvår 2020. I modsætning til udviklingen i USA er ledigheden i euroområdet kun faldet meget begrænset i andet halvår 2020. I fjerde kvartal 2020 var ledigheden i euroområdet ca. ¼ pct.point højere end det strukturelle niveau.

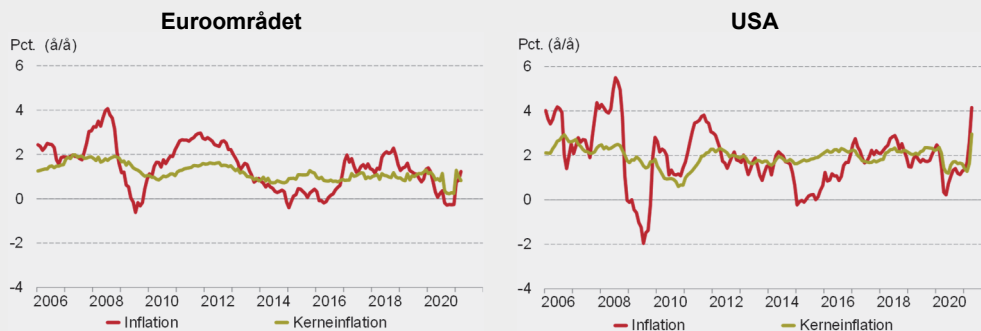
### STIGENDE INFLATION I EUROPA OG USA I FORÅRET 2021

**Inflationen i euroområdet og USA er steget fra et meget lavt niveau**

Inflationen steg fra -0,3 pct. i euroområdet i december 2020 til 1,6 pct. i april 2021, jf. figur II.42. Det skyldes i høj grad midlertidige effekter, herunder udløb af en midlertidig momslettelse i Tyskland, forskudte vinterudsalg på grund af restriktioner samt nye vægte.<sup>8</sup> I USA var inflationen tæt på 0 pct. i foråret 2020, men var i april 2021 steget til mere end 4 pct. En stor del af stigningen skyldes basiseffekter. Basiseffekter betyder, at inflationen alt andet lige vil stige, hvis der sammenlignes med en måned, hvor forbrugerprisindekset lå relativt lavt. Idet inflationen i USA var meget lav i foråret 2020, vil inflationen alt andet lige stige som følge af basiseffekter i perioden marts-juni 2021.

**FIGUR II.42 INFLATION**

Inflationen i euroområdet er steget i begyndelsen af 2021, men ligger stadig under ECB's målsætning om en stabil inflation under, men tæt på 2 pct. I USA var inflationen meget lav i foråret 2020, men var i april 2021 steget til mere end 4 pct.



Anm.: Seneste observation er april 2021.

Kilde: Macrobond.

8) Der er større usikkerhed i opgørelsen end normalt, da det har ikke været muligt at finde priser for en del forbrugsgrupper pga. restriktioner. Disse er i stedet blevet imputeret.

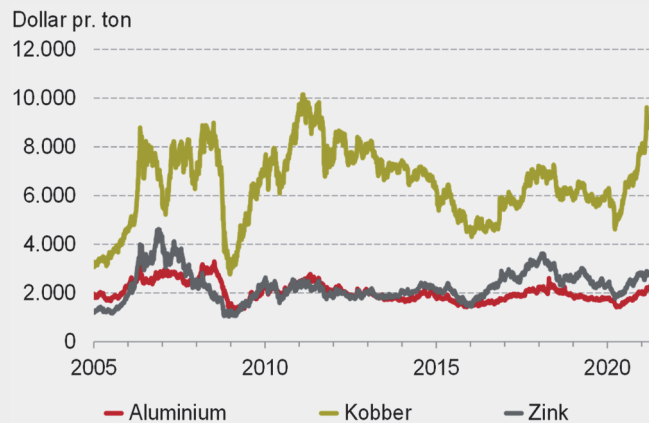


### Stigende råvarepriser bidrager til højere inflation

En stigende oliepris har bidraget til stigende inflation i både euroområdet og i USA. Dette forventes imidlertid primært at være en engangseffekt som følge af, at oliepriserne er steget fra 27,5 dollar pr. tønde i april 2020 til ca. 63 dollar pr. tønde i april 2021, hvilket er omtrent samme niveau som i januar 2020 (før coronakrisen). Den samme tendens med stigende priser ses også for andre råvarer som eksempelvis træ, fødevarer og især metaller, jf. figur II.43.

**FIGUR II. 43 PRISER PÅ METALLER**

Priserne på metallerne aluminium, kobber og zink er steget med mellem 55-110 pct. siden begyndelsen af april 2020.



Anm.: Seneste observation er 17. maj 2021.

Kilde: London Metal Exchange via Macrobond.

### Flere årsager til, at råvarepriserne stiger

De stigende råvarepriser skyldes en kombination af stigende efterspørgsel og lavt udbud. Efterspørgslen på flere varegrupper såsom byggematerialer, fødevarer og holdbare goder som eksempelvis elektronik steg markant, efter at coronarestriktionerne blev lempet i flere lande henover sommeren 2020 efter første smittebølge. Mange canadiske skove har været ramt af barkbilleangreb, så mange amerikanske producenter er nødt til at købe træ fra Skandinavien. Lagrene med mikrochips, der blandt andet anvendes til produktion af biler, computere og mobiltelefoner, blev tømt, da mange fabrikker lukkede ned i foråret 2020, og nu kan produktionen ikke følge med efterspørgslen. Der blev produceret færre fødevarer i 2020 pga. coronarestriktioner samt store smitteudbrud på slagterier i USA og Tyskland. En svag høst i både USA og Sydamerika har bidraget til at drive kornpriserne op. Priserne

på sojabønner og korn steget med mere end 50 pct. i perioden fra august 2020 til februar 2021, jf. OECD (2021). Dertil kommer, at fragtpri- serne er steget markant, hvilket øger udgifterne til at transportere rå- varerne hen til de markeder, der efterspørger dem.

#### Stabil kerneinflation tyder ikke på store andenrunde effekter

De stigende råvare- og energipriser øger husholdningernes leveom- kostninger og mindsker virksomhedernes profit igennem højere input- priser. Dette kaldes den direkte effekt eller førsteunde effekter. Der er en risiko for, at dette kan medføre, at virksomhederne øger deres pro- duktpriser, eller at husholdningerne hæver deres lønforventninger for at bevare deres realløn. Dette betegnes som andenrunde effekter. Hvis der er betydelige løn- og prisstigninger i form af andenrunde effekter, vil det sætte sig i kerneinflationen. Empiriske analyser tyder dog ikke på, at stigende råvarepriser på fødevarer og energi medfører store an- denrunde effekter.<sup>9</sup> Indtil videre har bevægelserne i kerneinflationen været noget mindre end ændringen i inflationen, og dermed har der endnu ikke været store andenrunde effekter. Kerneinflationen er såle- des faldet fra 1,3 pct. i januar 2021 til 0,8 pct. i marts 2021 i euroområ- det, mens kerneinflationen i USA har ligget konstant på ca. 1½ pct. frem til marts 2021. De seneste inflationstal for USA viste dog en høj kerneinflation på 3 pct. i april 2021. Hvis inflationen fortsat er høj, efter basiseffekterne forsvinder i løbet af sommeren 2021, er der risiko for, at inflationsforventningerne kan blive påvirket, hvilket øger risikoen for en lønprisspiral, jf. også diskussionen senere i afsnittet.

### GENOPRETNING I FORSKELLIGE HASTIGHEDER

#### Store forskelle på BNP-vækst i 2020

Der er store forskelle på, hvordan hastigheden i økonomiske genop- retning har været blandt Danmarks primære aftagerlande.<sup>10</sup> Kina havde som den eneste større økonomi en positiv vækst i 2020, mens BNP faldt med 3,5 pct. i USA og 6,6 pct. i euroområdet. I både USA og euroområdet kom det største negative vækstbidrag i 2020 fra det pri- vate forbrug, der faldt med 8 pct. i euroområdet og knap 4 pct. i USA, jf. EU-Kommissionen (2021b). Herudover kan godt en fjerdedel af fal- det i BNP i de to områder tilskrives et fald i de samlede investeringer. Hertil kommer et lille negativt vækstbidrag fra nettoeksporten, der dog omtrent modsvares af en stigning i det offentlige forbrug. Jf. også afsnit

---

9) Efter en midlertidig stigning vil inflationen efter 12 måneder vende tilbage til det tidligere niveau for kerneinflationen, og dermed er der ikke tegn på betydelige andenrundeef- fekter, jf. Spange (2011) samt Cecchetti og Moessner (2008).

10) Danmarks primære aftagerlande består af USA, Tyskland, Sverige, Norge, Holland, Kina, Storbritannien, Frankrig og Polen.

II.3, der indeholder en sammenligning af udviklingen i 2020 på udvalgte komponenter af forsyningsbalancen i Danmark med USA, Tyskland, Storbritannien, Sverige, Norge og euroområdet.

**Store vækstbidrag fra privat forbrug og investeringer i både 2021 og 2022**

I den seneste prognose fra EU-Kommissionen (2021b) er det forventningen, at BNP i euroområdet vil vokse med godt 4¼ pct. i 2021 og knap 4½ pct. i 2022. For indeværende år forventes heraf et positivt vækstbidrag på ca. 1½ pct.point fra både det private forbrug og de samlede investeringer. Derudover forventes et samlet vækstbidrag på 1½ pct.point fra stigninger i det offentlige forbrug og nettoeksporten. I 2022 forventes et vækstbidrag på godt 3 pct.point fra det private forbrug, mens den resterende vækst overvejende forventes at komme fra stigende investeringer. De samlede investeringer i euroområdet forventes at stige med ca. 6¾ pct. i 2021 og knap 5½ pct. i 2022. Dette skyldes blandt andet en forventet vækst i de offentlige investeringer på mere end 3 pct. i både 2021 og 2022. Denne stigning kan primært tilskrives den europæiske genopretningsfond, jf. også diskussionen senere i afsnittet.

**Nye nedlukninger medfører mindre nedgang i økonomisk aktivitet**

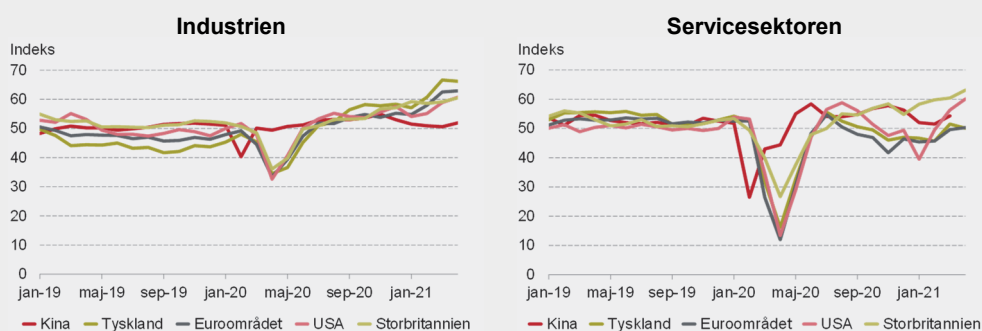
Der er tegn på, at de nye nedlukninger siden november 2020 har medført mindre fald i den økonomiske aktivitet sammenlignet med de første nedlukninger i foråret 2020, jf. Blanchard og Pisani-Ferry (2021). Ifølge OECD (2021) skyldes dette, at restriktionerne i efteråret i højere grad har været målrettet den kontaktintensive servicesektor (eksempelvis restaurationsbranchen), mens industrien og byggesektoren har været mindre påvirket.

**PMI-tal indikerer fortsat fremgang i industrien, ...**

Den mindre påvirkning af industrien under de seneste smitteudbrud underbygges af diverse forventningsindikatorer. Forventningerne opgøres blandt andet i det såkaldte PMI (*Purchasing Manager's Index*), som giver en af de tidligste indikationer på, hvordan det går i økonomien. Efter en dyb, men forholdsvis kort nedgang i foråret 2020 har PMI-tallene for industrien med kun enkelte undtagelser indikeret fremgang i forhold til den seneste måned, jf. figur II.44.

**FIGUR II.44 PMI-TAL FOR UDVALGTE LANDE**

PMI-tal for industrien indikerer fortsat fremgang i USA og Europa. PMI-tallene for servicesektoren følger i højere grad udviklingen i smitteudbredelsen og restriktionerne. Også i servicesektoren er der dog stigende optimisme i de seneste tal fra april 2021.



Anm.: PMI-indekset er baseret på indkøbschefers besvarelser af et spørgeskema om den aktuelle økonomiske situation og er sammensat af fem individuelle indeks for områderne: nye ordrer, produktion, beskæftigelse, leverandørers leveringstider og lager af indkøbte varer. Disse besvarelser omregnes til et indeks, hvor en værdi over (under) 50 indikerer fremgang (tilbagegang) i forhold til den seneste måned. Seneste observation er april 2021.

Kilde: IHS Markit via Macrobond.

### ... og efterhånden også fremgang i servicesektoren i Europa og især Storbritannien

Der er større forskel på udviklingen i PMI-tallene for servicesektoren mellem landene. Det skal ses i lyset af, at det i højere grad er servicesektoren, der har været ramt af restriktioner i forbindelse med anden og tredje smittebølge i efteråret og vinteren 2020/21, jf. ovenfor. Derfor afspejler udviklingen til dels også forskelle på, hvornår de enkelte lande blev ramt af en anden eller tredje smittebølge. Genopretningen i den kinesiske servicesektor var hurtig, og siden maj 2020 har PMI-tallene indikeret fremgang. PMI-tallene for servicesektoren i USA begyndte at signalere fremgang fra juli 2020, og efter et fald i efteråret 2020 har der været en betydelig fremgang i begyndelsen af 2021. I euroområdet indikerede PMI-tallene kortvarig fremgang henover sommeren 2020, men de er siden faldet og ligger omkring uændret ved den seneste observation fra april 2021. I takt med genåbningen af det britiske samfund er PMI-tallene i Storbritannien steget kraftigt i starten af 2021.

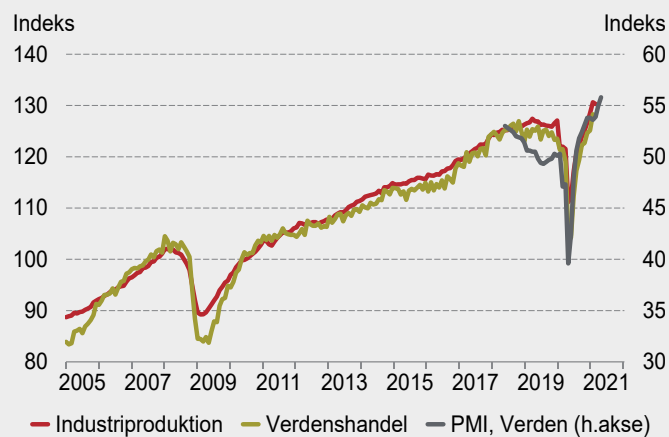
### Verdenshandlen har rettet sig efter stort fald i foråret 2020

Udviklingen i verdenshandlen tyder også på, at de nye nedlukninger har påvirket industriproduktionen noget mindre end i foråret 2020. Væksten i den globale industriproduktion og verdenshandlen følger

hinanden tæt. Efter en svag udvikling igennem 2019 faldt både industriproduktionen og verdenshandlen med 15-20 pct. i foråret 2020. De seneste tal fra februar 2021 viser, at både industriproduktionen og verdenshandlen er tilbage på et højere niveau end før coronakrisen, jf. figur II.45. De seneste PMI-tal for marts og april 2021 indikerer fortsat fremgang for den globale industriproduktion.

**FIGUR II.45 VERDENSHANDEL OG INDUSTRIPRODUKTION**

I april 2020 faldt verdenshandlen med mere end 15 pct. sammenlignet med samme måned året før, men den er ligger nu over niveauet forud for pandemien.



Anm.: Seneste observation er februar 2021 for industriproduktion og verdenshandel og april 2021 for PMI-tal. Det globale PMI-tal vises for fremstillingssektoren.

Kilde: Macrobond.

### Forventning om hurtig genopretning i USA, ...

En anden årsag til, at genopretningen foregår i forskellige hastigheder, er store forskelle på, hvor hurtigt de enkelte lande formår at udrulle vacciner til deres befolkninger. Her klarer især USA og Storbritannien sig bedre end andre europæiske lande, jf. afsnit II.2. Udover hastigheden af vaccineudrulningen påvirkes genopretningen af den økonomiske politik. I USA underskrev den nye præsident Biden i marts 2021 en ny økonomisk hjælpepakke kaldet *American Recovery Act* med et omfang på ca. 9 pct. af BNP. Denne hjælpepakke kommer oveni en hjælpepakke på ca. 4 pct. af BNP, der blev vedtaget i december 2020. Den

amerikanske kongres' uafhængige budgetkontor (CBO) forventer, at den forrige hjælpepakke isoleret set vil løfte amerikansk BNP med ca. 1¾ pct. i 2021 og godt 1 pct. i 2022, jf. CBO (2021).

**... hvilket især skyldes ekspansiv finanspolitik**

Samlet set har den finanspolitiske stimulus i USA været meget høj i både 2020 og første halvdel af 2021, hvilket er en medvirkende årsag til, at genopretningen af den amerikanske økonomi forventes at ske væsentligt hurtigere end i Europa, jf. også udlandsprognosen senere i afsnittet. I den seneste prognose fra marts 2021 opjusterede OECD sin forventning til den globale vækst i 2021 med næsten 1½ pct.point, hvilket primært skyldes en opjustering af den forventede vækst i USA i 2021 fra 3,3 pct. i den forrige prognose fra december 2020 til 6,5 pct. i marts-prognosen, jf. OECD (2021). Hvordan den øgede finanspolitiske stimulus påvirker den økonomiske aktivitet, afhænger af de finanspolitiske multiplikatorer. Flere studier har forsøgt at skønne over denne effekt, jf. boks II.6.

**Aktivitetspåvirkning mindskes af positivt output gap**

Der er forskellige muligheder for, hvordan økonomien vil blive påvirket af så stor en finanspolitisk stimulus. En mulighed er, at de finanspolitiske multiplikatorer vil blive dæmpet markant i takt med, at efterspørgslen begynder at nærme sig eller overstige produktionskapaciteten. I så fald vil de finanspolitiske multiplikatorer, der er nævnt i boks II.5, være for høje, og den store finanspolitiske stimulus vil medføre en mindre aktivitetspåvirkning. På grund af et mindre tilbageløb vil det offentlige budgetunderskud dermed stige, og den offentlige gæld øges tilsvarende. Denne mulighed underbygges af spørgeskemaundersøgelser, der finder en marginal forbrugstilbøjelighed på mellem 25-30 pct. af de tre stimuluschecks, som mange amerikanske husholdninger har fået tilsendt siden marts 2020. En anden mulighed er, at forbrugerpriserne stiger i takt med, at virksomhederne får sværere ved at sikre sig tilstrækkelige produktionsfaktorer til at dække efterspørgslen, herunder arbejdskraft og halvfabrikata.<sup>11</sup> Højere forbrugerpriser vil medføre et stigende lønpres og derigennem mindske den amerikanske konkurrenceevne og nettoeksport, indtil efterspørgslen ikke længere overstiger økonomiens produktionspotentiale. Dette er den traditionelle konjunkturdæmpende effekt.

---

11) En mulig positiv effekt af midlertidigt at have et positivt output gap efter en økonomisk krise er, at det kan mindske de langsigtede effekter af krisen som f.eks. hysteresis.

**BOKS II.6 SKØN FOR AKTIVITETSEFFEKTEN AF AMERICAN RECOVERY ACT**

Denne boks præsenterer to beregninger af aktivitetseffekten af *American Recovery Act*. Aktivitetseffekten kan opsummeres i en finanspolitisk multiplikator. Den finanspolitiske multiplikator er et udtryk for, hvor stor en aktivitetseffekt en ændring i et finanspolitisk instrument giver anledning til, sat i forhold til størrelsen af den finanspolitiske ændring. Ved en stigning i det offentlige forbrug vil en multiplikator over 1 eksempelvis betyde, at de øvrige efterspørgselselementer (privat forbrug, investeringer og nettoeksport) samlet set forøges.

Baseret på en opdeling af hjælpepakken i fem forskellige komponenter finder Blanchard (2021a), at den finanspolitiske multiplikator vil være mellem 0,4 og 1,95 med et middelfrettet skøn på 1,2. Et studie af Edelberg og Sheiner (2021) fra Brookings Institute finder en samlet multiplikator på omkring 1. Dette estimat er baseret på en antagelse om, at restriktioner vil begrænse den marginale forbrugstilbøjelighed de første tre kvartaler af 2021. Med en samlet finanspolitisk multiplikator på omkring 1 vil den samlede aktivitetpåvirkning af *American Recovery Act* være ca. 8½ pct. af det forventede BNP-niveau i 2021.

Et studie baseret på spørgeskemaundersøgelser af de direkte overførsler i den første amerikanske hjælpepakke fra marts 2020 på 1.200 dollar pr. person (samt 500 dollar ekstra pr. barn) viser, at kun omkring 15 pct. af modtagerne forventede at bruge størstedelen af midlerne på forbrug, mens ca. en tredjedel henholdsvis godt halvdelen forventede at bruge pengene på opsparing eller afdrag på gæld, jf. Coibon mfl. (2021). Samlet set forventes ca. 40 pct. af de udbetalte midler at gå til forbrug. Et andet studie baseret på en månedlig forbrugsundersøgelse finder en marginal forbrugstilbøjelighed på mellem 25-30 pct. af de tre stimuluschecks, som mange amerikanske husholdninger har fået tilsendt siden marts 2020, inkl. *American Recovery Act*, jf. Armantier mfl. (2021). Disse to studier indikerer, at aktivitetseffekten af de direkte overførsler kan være mindre, end der er lagt til grund i de to ovennævnte studier.

**Genopretning er langsommere efter tilbageslag i service-sektoren**

I begge scenarier er det muligt at opnå en såkaldt "blød landing", hvor aktiviteten i den amerikanske økonomi efter en periode med et positivt output gap vil tilpasse sig det strukturelle niveau.<sup>12</sup> Chansen for dette er større, hvis den økonomiske genopretning primært medfører en stigning i beskæftigelsen i de brancher, der har haft det svært under coronakrisen, f.eks. hotel- og restaurationsbranchen samt kultur og fritid, da disse brancher formentlig vil være mindre tilbøjelige til at overinvestere. Dette underbygges af et amerikansk studie, der viser, at genopretningen er langsommere efter recessioner, der især er koncentreret i servicesektoren, jf. Beraja og Wolf (2021). Det skyldes, at der vil være en mindre grad af ophobet efterspørgsel, der kan udløses under genopretningen, sammenlignet med recessioner, der i højere grad er forårsaget af stød til

<sup>12</sup>) Dette er netop forventningen i Edelberg og Sheiner (2021), men i analysen nævnes også muligheden for, at den seneste hjælpepakke er så stor, at det kan give overopledning i brancher, der ikke i så høj grad har været påvirket af pandemien.

brancher med holdbare goder. I disse tilfælde vil økonomien i en periode opleve højere efterspørgsel. Det kan eksempelvis være bil- eller møbelbutikker, hvor husholdningerne har udskudt deres forbrug. Efter recessionser i servicesektoren vil efterspørgslen i stedet vende tilbage til sit oprindelige niveau. Et eksempel på dette er frisører, hvor mange under nedlukningen formentligt har sprunget en klipping over, men efter genåbningen er der ikke efterspørgsel efter at blive klippet flere gange.

## SCENARIER FOR DEN INTERNATIONALE ØKONOMI

### Fortsat stor usikkerhed grundet pandemien

De hidtidige erfaringer fra covid-19-pandemien har vist, at den realøkonomiske udvikling i høj grad afhænger af udviklingen i sundhedskrisen, og der er stadigvæk betydelig usikkerhed knyttet til den fremtidige udvikling i pandemien. Høje globale smittetal (eventuelt kombineret med en langsommere vaccineudrulning på grund af produktionsmæssige flaskehalse eller fravalg af vacciner) øger risikoen for nye virusvarianter og kan føre til, at de gældende restriktioner opretholdes i længere tid, eller at nye restriktioner og nedlukninger vedtages.

### IMF har tre scenarier for udviklingen

For at illustrere den store usikkerhed, der er forbundet med den fremtidige udvikling i pandemien og dermed den internationale økonomi, har IMF (2021a) udarbejdet tre scenarier for udviklingen. Scenarierne adskiller sig især ved at være baseret på tre forskellige forløb for den sundhedsmæssige udvikling, jf. boks II.7.

### Forudsætninger om udlandet bygger på IMF's hovedscenarie

IMF's hovedscenarie danner baggrund for udlandsforudsætningerne i fremskrivningen for dansk økonomi, der præsenteres i afsnit II.6. Forudsætningerne er dog tilpasset ny information, der er blevet tilgængelig siden offentliggørelsen af IMF's prognose. Det gælder blandt andet nye nationale prognoser samt BNP-tal for første kvartal 2021. Samlet set forventes den sammenvejede udlandsvækst blandt Danmarks primære aftagerlande i fremskrivningen at blive ca. 4½ pct. i 2021 og knap 4 pct. i 2022, jf. boks II.8.

### Udlandsvækst i 2021 nedjusteret siden seneste prognose

Forudsætningerne indebærer, at den sammenvejede udlandsvækst er blevet nedjusteret med ca. ¼ pct.point i 2021 sammenlignet med *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Det skyldes især, at omfanget af nedlukninger og restriktioner i de europæiske lande siden oktober 2020 været mere omfattende end lagt til grund i *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Den lavere årsvækst dækker derfor over en lavere vækst i første halvår af 2021, mens der fra sommeren 2021 forventes en gradvis fremgang. En opjustering af den forventede BNP-vækst i USA i 2021 på ca. 2½ pct.point, der hovedsageligt skyldes større hjælpepakker, trækker i den modsatte retning.



**BOKS II.7 IMF'S TRE SCENARIER FOR UDVIKLINGEN I VERDENSØKONOMIEN**

Som beskrevet i afsnit II.2 er den fremtidige epidemiudvikling afgørende for udviklingen i verdensøkonomien. Derfor har både IMF (2021a) og OECD (2021) i deres seneste globale prognoser præsenteret tre mulige scenarier for den fremtidige sundhedsmæssige og realøkonomiske udvikling. Forudsætningerne bag de tre scenarier minder meget om hinanden i de to prognoser. Denne boks beskriver de tre scenarier i IMF's seneste *World Economic Outlook*, der medtager tilgængelig information frem til 22. marts 2021.

*Hovedscenariet*

I IMF's hovedscenarie antages det, at en ujævn fordeling af vacciner medfører, at der vil være stor forskel på, hvornår de enkelte lande opnår flokimmunitet. Der forudsættes at være en høj tilgængelighed af vacciner i økonomisk udviklede lande og visse udviklingslande i løbet af sommeren 2021 og i de fleste udviklingslande i løbet af andet halvår 2022. I takt med, at udsatte borgere bliver vaccineret, forudsættes aktiviteten i servicesektoren at blive genoprettet, hvilket vil give et betydeligt vækstbidrag. Lokale nedlukninger i områder, der har vaccineret en mindre del af deres befolkning, kan dog være nødvendige for at inddæmme udbrud frem til udgangen af 2022. Udlandsforudsætningerne i fremskrivningen beskrevet i afsnit II.6 er baseret på dette scenarie.

*Negativt scenarie*

I et negativt scenarie lægges det til grund, at udrulningen af vacciner sker langsommere (eksempelvis på grund af flaskehalse i produktionen af vacciner), og at vedvarende høje smittetal øger risikoen for nye mutationer og fører til faldende forbruger- og erhvervstillid. Det forudsættes, at der ikke foretages nye diskretionære finanspolitiske tiltag, fordi det finanspolitiske råderum er blevet mindre. Samlet set forudsættes det, at det først vil være muligt at opnå flokimmunitet seks måneder senere i udviklede økonomier og ni måneder senere i udviklingsøkonomier sammenlignet med hovedscenariet. I mellemtiden opretholdes restriktioner, og genopretningen udskydes i de brancher, der er særligt kontaktintensive. Sammenlignet med hovedscenariet forventes BNP i de økonomisk udviklede lande at være ca. 1½ pct. lavere i 2021 og ca. 2 pct. lavere i 2022. En forsinket genopretning vil medføre, at de længerevarende effekter af coronakrisen forstærkes: Der er risiko for et fald i arbejdsstyrken, flere konkurser, en langsommere reallokering af arbejdskraften eller stød til virksomhedernes forsyningskæder. I 2025 er det globale BNP-niveau ca. 1½ pct. point lavere sammenlignet med hovedscenariet. Dette scenarie danner baggrund for det *ugunstige scenarie*, der er beskrevet i afsnit II.6.

*Positivt scenarie*

I et positivt scenarie antages det, at vaccineudrulningen sker 10 pct. hurtigere end i hovedscenariet. Det leder til en hurtigere normalisering af mobiliteten og aktiviteten i servicesektoren. Stigende forbruger- og erhvervstillid leder til højere forbrug og investeringer i takt med, at den høje private opsparing anvendes. En stærk efterspørgsel medfører stigende inflation, men det forudsættes, at centralbankerne ikke hæver de nominelle renter. Lavere realrenter bidrager derfor til at forstærke efterspørgslen. Sammenlignet med hovedscenariet er BNP i de økonomisk udviklede lande ca. ½ pct. højere i 2021 og ca. 1 pct. højere i 2022, og i 2025 er det globale BNP-niveau ca. 1 pct. højere.

**BOKS II.8 PROGNOSE FOR INTERNATIONAL ØKONOMI OG RENTESKØN**

Prognosen for international økonomi i 2021-22 tager udgangspunkt i de seneste prognoser fra IMF, EU-Kommissionen og OECD og er justeret i overensstemmelse med ny information. Frem mod 2025 antages det beregningsteknisk, at BNP gradvist tilpasses det beregnede, strukturelle niveau.

For olieprisen forudsættes et årsniveau på 62 dollar pr. tønde i 2021. Skønnet er baseret på udviklingen i futures, som tilsiger et svagt prisfald resten af året. Efter 2021 tilpasses olieprisen lineært frem mod niveauet i 2025 i Det Internationale Energiagenturs (IEA) *Stated Policies*-scenarie.

Renteprognosen tager udgangspunkt i den forventede udvikling i de pengepolitiske renter fra ECB. Den første renteforhøjelse forventes ved udgangen af 2022. Frem mod 2025 forudsættes løbende rentestigninger. Niveauerne for både de tyske og danske tiårige statsobligationer i 2025 er uændrede i forhold til *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

Hovedtrækkene af prognosen for international økonomi og renteprognosen er præsenteret i tabel A og yderligere uddybet i *Baggrundsnotat til konjunkturvurdering, forår 2021*.

**TABEL A UDLANDSVÆKST OG RENTEPROGNOSE**

	2020	2021	2022	2025 <sup>a)</sup>
<b>Vækstskøn</b>	----- Pct.-----			
Tyskland	-5,1	3,4	4,1	-
USA	-3,5	6,4	3,5	-
Storbritannien	-9,8	5,3	5,1	-
Sverige	-3,0	3,7	3,4	-
Realvækst i aftagerlande	-4,2	4,6	3,9	2,0
	----- Dollar pr. tønde -----			
Oliepris	42	65	69	80
<b>Renteskøn</b>	----- Pct.-----			
ECB's udlånsrente	-0,5	-0,5	-0,5	0,0
Dansk statsobligation	-0,4	0,0	0,2	0,6
Tysk statsobligation	-0,5	-0,2	0,0	0,5
Dansk realkreditrente	1,1	1,3	1,6	2,4

a) 2025-søjlen angiver den gennemsnitlige årlige vækstrate i 2023-25 for BNP, mens de øvrige tal i søjlen angiver niveauet i 2025.

Anm.: Tabellen viser årgennemsnittet for renterne. Statsobligationerne er tiårige obligationer. Realkreditrenten angiver renten på 30-årige realkreditobligationer.

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

## BALANCEREDE MAKROØKONOMISKE RISICI

### IMF: Makroøkonomiske risici er balancerede på kort sigt

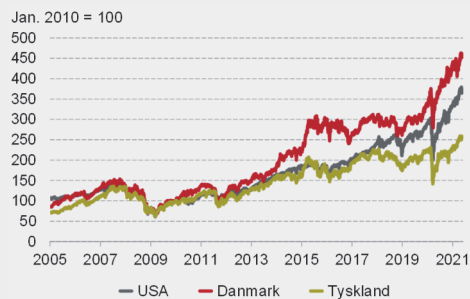
I tillæg til de risici, der knytter sig direkte til den sundhedsmæssige udvikling, er der fortsat en række andre makroøkonomiske risici knyttet til verdensøkonomiens udvikling. IMF (2021a) vurderer, at de makroøkonomiske risici er balancerede på kort sigt. En risiko er, at stigende ulighed som følge af coronakrisen kombineret med højere fødevarerpriser kan medføre sociale uroligheder. Denne risiko vil stige, jo længere pandemien varer. Endnu en risiko er, at spændingerne mellem USA og Kina kan udvikle sig til en handelskrig.

### Stigende divergens mellem aktivpriser og realøkonomien

En yderligere risikofaktor er den stigende afstand mellem aktivpriser og den realøkonomiske udvikling. Da covid-19-pandemien sidste år bredte sig til USA og Europa, medførte dette store kursfald på aktiemarkederne i flere lande. Siden bunden midt i marts 2020 er aktiemarkederne i USA og Tyskland dog steget med mellem 50-80 pct., jf. figur II.46. Udviklingen skyldes formentlig en kombination af den meget lempelige pengepolitik i form af lave renter og betydelig balanceoppustning i centralbankerne samt ekspansiv finanspolitik og godkendelser af flere forskellige vacciner.

FIGUR II.46 AKTIEKURSER

Aktiekurserne faldt i februar-marts 2020, men er siden steget til rekordhøje niveauer.



FIGUR II.47 P/E RATIO FOR USA

Prisen på amerikanske aktier opgjort ved P/E ratioen er på et højt, men ikke uset niveau.



Anm.: De viste aktieindeks er for Danmark OMXC20, der er et indeks over de 20 mest omsatte aktier på Københavns Fondsbørs; for Tyskland DAX, der dækker de 30 største virksomheder på den tyske børs; og for USA S&P 500, der dækker 500 amerikanske virksomheder. P/E ratioen beregnes som aktiekursen sat i forhold til den forventede indtjening de kommende 12 måneder og viser, hvad investorerne er villige til at betale for en dollar i indtjening. Seneste observation er 17. maj 2021 for figuren til venstre og april 2021 for figuren til højre.

Kilde: Macrobond.

**Amerikanske aktier er på høje, men ikke usete niveauer**

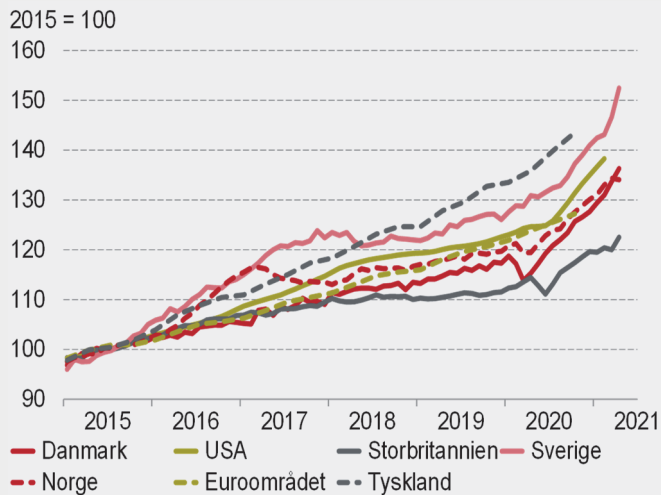
Et mål for, om aktier er dyre, findes ved at sammenholde aktiekurserne med den forventede indtjening de kommende 12 måneder. Dette prismål kaldes *price-earnings ratioen*. For amerikanske aktier er denne brøk steget siden bunden i marts 2020 og ligger nu over det historiske gennemsnit på omkring 16, jf. figur II.47. Siden 1980 har investorerne kun én gang været villige til at betale mere for en dollar i indtjening, nemlig under dotcom-boblen i slutningen af 1990'erne.

**Boligpriserne er også steget i flere lande**

Den samme udvikling ses på andre aktivmarkeder som eksempelvis kryptovalutaer, metaller og boligmarkedet. Boligpriserne i flere af Danmarks vigtigste samhandelslande er steget i løbet af det seneste år, jf. figur II.48. At huspriserne i flere lande er steget markant siden udbruddet af covid-19 kan være et resultat af de samme faktorer, der har bidraget til stigende aktivpriser i øvrigt, men en del af årsagen kan også være ændrede præferencer i forbindelse med coronakrisen, jf. diskussionen i afsnit II.4.

**FIGUR II.48 BOLIGPRISER**

Efter et kortvarigt fald sidste forår er boligpriserne steget hurtigt.



Anm.: Seneste observation er februar 2021 for USA, april 2021 for Storbritannien, Sverige, Norge og Danmark samt 4. kvartal 2020 for euroområdet og Tyskland. Prisindekset for Danmark er i marts og april forlænget med vækstraten fra Boligsidens indeks.

Kilde: Macrobond, Danmarks Statistik, Statistikbanken og Boligsiden.

**Stigende aktivpriser har understøttet genopretningen**

De stigende aktivpriser har været med til at understøtte den økonomiske genopretning.<sup>13</sup> Det skyldes, at stigende aktivpriser kan få nogle husholdninger til at øge det private forbrug, fordi deres nettoformue stiger. På den anden side er der to mulige problemer ved for hastigt stigende aktivpriser. Dels kan stigende aktivpriser medføre en uhenigtsmæssig kraftig stimulans af realøkonomien, der kan lede til overophedning i dele af økonomien. Derudover udgør det en risiko for den finansielle stabilitet, hvis afstanden mellem prisniveauet på aktivmarkeder og den realøkonomiske udvikling øges, idet det øger risikoen for en priskorrektion. En priskorrektion kan eksempelvis opstå, hvis renterne eller inflationsforventningerne stiger. Hvis aktivpriserne falder kraftigt, medfører det et formuetab for husholdningerne, hvilket kan sætte gang i en negativ spiral, hvor forbruget falder, og virksomhederne mindsker deres investeringer.

**Hurtigere nedsparring kan fremrykke genopretning ...**

En usikkerhedsfaktor, der i højere grad peger frem mod en potentiel overophedning af økonomien, består i, at mange husholdninger har øget deres opsparing i 2020 som følge af en kombination af lavere forbrug, lønkompensationsordninger, forhøjet arbejdsløshedsunderstøttelse og direkte overførsler. Hvis denne opsparing i højere grad udmønter sig i forbrug, kan dette lede til en højere vækst i det private forbrug og dermed fremrykke genopretningen og muligvis medføre overophedning i dele af økonomien. Dette fremhæves som en risiko af både IMF og OECD i deres positive scenarier, jf. boks II.7.

**... og måske puste yderligere til inflationen**

Som beskrevet tidligere i afsnittet er inflationen steget i første halvår af 2021 i både USA og euroområdet. I IMF's hovedscenarie forventes den stigende inflation at være midlertidig, og at inflationen vil vende tilbage til langsigtsniveauet, når basiseffekterne aftager. Der er dog tegn på, at nogle virksomheder oplever stigende importpriser på grund af stigende fragtrater og varemangel, idet. For nogle varer har en kombination af faldende produktion i 2020 og stigende efterspørgsel medført varemangel og stigende produktpriser, jf. også diskussionen om stigende råvarepriser tidligere i afsnittet. Hvis den stigende inflation i højere grad sætter sig i stigende inflationsforventninger, kan det kræve hastigt stigende centralbankrenter for at forhindre, at inflationen vil stige yderligere.

13) Dette underbygges af en analyse der finder, at de lave renter var med til at understøtte BNP-væksten i første halvår 2020. I andet halvår 2020 var der fortsat et positivt vækstbidrag fra de lave renter, men stigende aktiekurser og især boligpriser bidrog også til den økonomiske genopretning i Danmark, jf. Danmarks Nationalbank (2021).

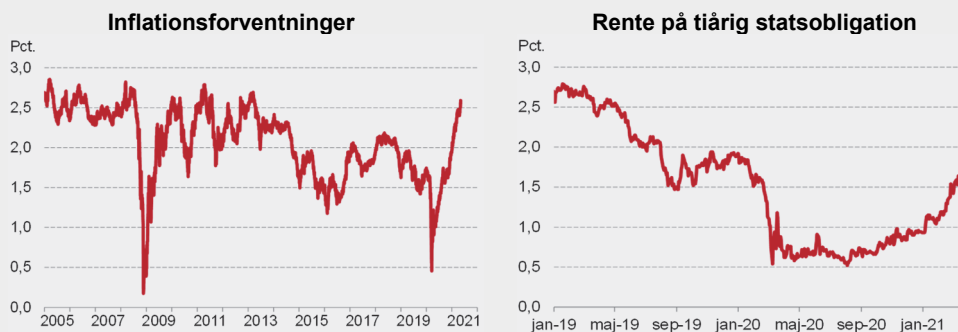
## STIGENDE RENTER SOM FØLGE AF GENOPRETNING I USA

### Udsigt til genopretning øger inflationsforventninger

Udsigten til en hurtig genopretning af den amerikanske økonomi, blandt andet i lyset af den planlagte, betydelige finanspolitiske stimulans, har fået inflationsforventningerne i USA til at stige i begyndelsen af 2021, jf. figur II.49. Aktuelt ligger de markedsbaserede forventninger til den gennemsnitlige inflation de kommende ti år omkring 2½ pct., hvilket er knap 1 pct.point højere end det gennemsnitlige niveau for inflationen i perioden 2015-19.

FIGUR II.49 STIGENDE RENTER I USA

De markedsbaserede inflationsforventninger i USA og renten på en tiårig amerikansk statsobligation er steget i begyndelsen af 2021.



Anm.: Seneste observation er 7. maj for inflationsforventningerne og 14. maj for den tiårige rente. Figuren til venstre viser *break even*-inflationen på den tiårige amerikanske statsobligation. *Break even*-inflationen er et markedsbaseret mål for den forventede inflation, der beregnes som renteforskellen på en tiårig nominal statsobligation og en tilsvarende tiårig statsobligation, der er indekseret til inflationsudviklingen (benævnt *Treasury Inflation Protected Security*, TIPS).

Kilde: Macrobond.

### Fed's inflationsmålsætning er nu 2 pct. i gennemsnit

I efteråret 2020 afsluttede den amerikanske centralbank Federal Reserve (Fed) en strategisk gennemgang af de pengepolitiske målsætninger. Hovedbudskabet var, at inflationsmålsætningen blev ændret, så den i gennemsnit over en ikke nærmere defineret periode skal ligge på 2 pct. Hvis inflationen i en periode er under 2 pct., hvilket eksempelvis har været tilfældet gennem 2020, kræver målsætningen dermed, at inflationen i en periode skal overstige 2 pct. Fed har flere gange nedtonet betydningen af den aktuelt stigende inflation, idet de forventer, at der er tale om en midlertidig effekt, jf. også diskussionen af basiseffekter tidligere i afsnittet.

**Forventning om genopretning har medført stigende renter**

Efter et markant fald, da covid-19-pandemien brød ud, steg de lange amerikanske renter igen igennem efteråret og særligt i begyndelsen af 2021, og renten på den tiårige statsobligation er nu tilbage på niveauet fra før pandemiens udbrud, jf. figur II.49. Rentestigningen skal ses i lyset af de forbedrede økonomiske udsigter og de deraf forøgede inflationsforventninger. Samtidig har Fed ikke udtrykt bekymring over de stigende renter, og markederne forventer på den baggrund en hurtigere udfasning af den lempelige pengepolitik. På det seneste rentemøde i marts fastholdt Fed renten i intervallet 0-¼ pct., og signalerne er, at der ikke vil ske renteforhøjelser før tidligst engang i 2023. Det skal ses i sammenhæng med, at Fed ser den seneste inflationsstigning som midlertidig, og at der skal være større sikkerhed om opsvinget, før pengepolitikken strammes.

**Risici forbundet med markante rentestigninger, ...**

En fortsat stigning i de lange renter kan udgøre en risiko for det forventede opsving. Højere renter øger finansieringsomkostningerne for husholdninger og virksomheder og dæmper derved forbrugs- og investeringslysten. Finansieringsomkostningerne for stater øges ligeledes, hvilket kan få større betydning for de offentlige finanser i en tid, hvor statsgælden er relativt høj og i kraftig vækst i mange lande, jf. diskussionen senere i afsnittet. Fed-chef Powell har som nævnt signaleret, at der ikke overvejes rentestigninger nu eller i nær fremtid, og at inflationen tillades at overstige 2 pct. i en periode, mens man afventer større sikkerhed om opsvinget. Behovet for større sikkerhed om opsvinget, før pengepolitikken strammes, skal ses i lyset af, at Fed ikke ønsker en gentagelse af situationen i 2013. Her udtrykte Fed, at der potentielt skulle opkøbes færre obligationer, hvilket fik amerikanske (og europæiske) renter til at stige på et tidspunkt, hvor opsvinget endnu ikke var solidt. Hastigt stigende renter kan herudover være problematiske, idet det kan give forøget volatilitet i det finansielle system.

**... men rentestigninger er også et udtryk for en økonomi i bedring**

Selvom høje, og særligt hastigt stigende, renter kan udgøre en risiko for økonomien, er renten på den tiårige amerikanske statsobligation fortsat lav i et længere historisk perspektiv, og rentestigningerne er overordnet set et udtryk for, at verdensøkonomien er i bedring. Herudover kan ikke-abrupte stigninger i renterne i et vist omfang være gavnlige, idet rentestigningerne kan tage toppen af eventuelle spekulative bobler på aktie-, bolig- og andre aktivmarkeder. Den seneste udvikling tyder på, at rentestigningerne er dæmpet igennem april og maj.

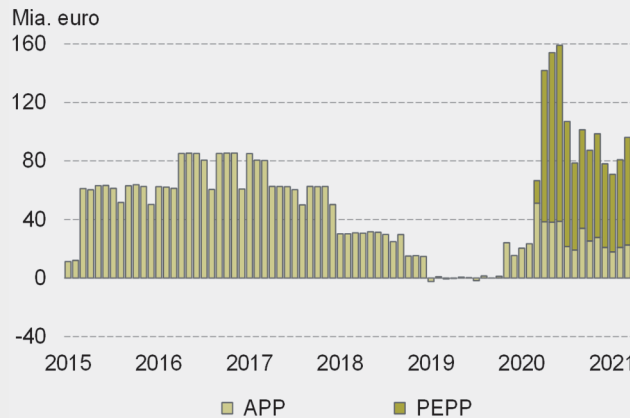
## PENGE- OG FINANSPOLITIK I EUROPA

### ECB øger opkøb efter stigende renter

De stigende nominelle renter i USA har trukket renterne i Europa med op. Den økonomiske situation i Europa er imidlertid mindre gunstig end i USA, og den europæiske centralbank (ECB) har på den baggrund forsøgt at dæmpe rentestigningerne ved at øge sine opkøb af værdipapirer via det eksisterende opkøbsprogram *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), jf. figur II.50. De korte renter faldt 3-4 basispunkter umiddelbart efter udmeldingen om dette medio marts. PEPP er planlagt til at vare som minimum indtil marts 2022, men programmet er fleksibelt, både hvad angår varighed og størrelsen på opkøbene. Da ECB introducerede opkøbsprogrammet i marts 2020, lød det samlede omfang af programmet frem til marts 2022 på 750 mia. euro. Sidenhen blev dette i juni 2020 øget med 600 mia. euro og igen med yderligere 500 mia. euro i december 2020. Det samlede omfang af PEPP er altså nu på 1.850 mia. euro svarende til mere end 15 pct. af euroområdet BNP. ECB forventes at fastholde de pengepolitiske renter på det nuværende lave niveau i en lang periode og først øge dem, når opkøbsprogrammerne er udfaset, hvilket tidligst forventes at ske til marts 2022.

**FIGUR II.50 ECB'S OPKØB AF VÆRDIPAPIRER**

ECB opkøbte færre værdipapirer i efteråret 2020, men har øget opkøbene siden marts 2021 for at modvirke stigende renter.



Anm.: Figuren viser ECB's opkøb af værdipapirer under opkøbsprogrammerne PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) og APP (*Asset Purchase Programme*). Seneste observation er april 2021.

Kilde: Macrobond.



**EU's genopretningsfond er blevet godkendt af Europa-Parlamentet, ...**

EU's regeringsledere blev enige om at oprette en fælles genopretningsfond på et EU-topmøde i juli 2020. Genopretningsfonden blev godkendt af Europa-Parlamentet i februar 2021, og derudover skal den godkendes af de 27 nationale parlamenter, før EU kan optage fælleslån. Fonden består af midler for 750 mia. euro. Heraf udbetales 390 mia. euro som tilskud til medlemslandene i perioden 2021-26, mens de resterende midler tildeles i form af lån.

**... men ventes først at medføre øget aktivitet fra 2. halvår 2021**

Det er forventningen, at genopretningsfonden først fører til øget finanspolitisk stimulus i andet halvår 2021 og fremefter. Det skyldes, at før en udbetaling kan finde sted, så skal de nationale regeringer indsende en genopretningsplan, der forklarer, hvordan den planlagte anvendelse af midlerne fra genopretningsfonden bidrager til, at det enkelte medlemsland styrker sit vækstpotentiale, øger antallet af arbejdspladser eller bidrager til den grønne omstilling. Fristen for at indsende de nationale genopretningsplaner var udgangen af april 2021. Herefter har EU-Kommissionen tre måneder til at gennemgå genopretningsplanerne, inden Det Europæiske Råd skal godkende dem. Dermed forventes den første udbetaling at finde sted i august 2021.<sup>14</sup> ECB (2021) har i et arbejdspapir vurderet, at BNP i euroområdet forventes at blive forøget med op imod 1½ pct. i 2025, hvis midlerne fra genopretningsfonden anvendes til (produktive) offentlige investeringer, jf. boks II.9. Spanien og Italien forventes at modtage mest i tilskud, mens Frankrig, Tyskland og Polen følger lige efter. Danmark er blandt de lande, der forventes at modtage færrest midler i tilskud, jf. figur II.51.<sup>15</sup>

**Enkelte lande har allerede planlagt med finansiering fra genopretningsfonden**

På kort sigt forventes midlerne fra genopretningsfonden at øge det offentlige forbrug og dermed efterspørgslen i medlemslandene. Som et eksempel på dette har nogle EU-lande som en del af deres finanslovsforslag for 2021 fremlagt forslag om, at de vil finansiere et øget offentligt forbrug med midler fra genopretningsfonden. Det gælder blandt andet Sverige, Frankrig, Danmark og Spanien. I det offentlige budget for 2021 har Spanien eksempelvis budgetteret med en finansiering på ca. 40 pct. af de i alt 69½ mia. euro, landet forventer at modtage i tilskud fra genopretningsfonden. Det er også sandsynligt, at midlerne fra genopretningsfonden vil forøge væksten på mellemlang sigt, idet det er en betingelse for at få udbetalt midler fra fonden, at disse skal gå til at gennemføre reformer, og sådanne reformer kan potentielt hæve økonomiernes produktionspotentiale.

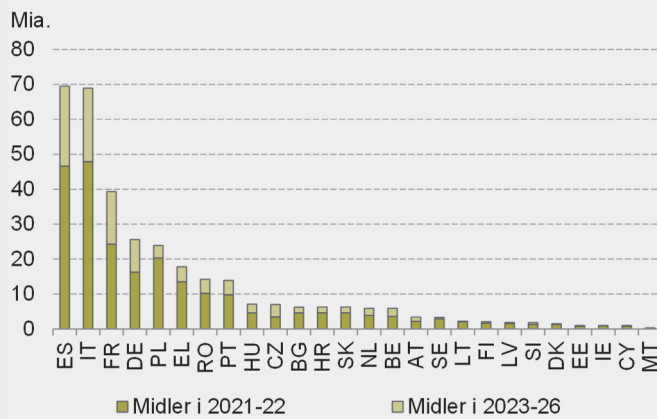
---

14) Det er ca. fem måneder senere end det oprindelige skøn for første udbetaling (som var i marts 2021).

15) Opgjort i forhold til BNP er det kun Irland og Luxembourg, der forventes at modtage et mindre beløb i tilskud end Danmark.

**FIGUR II.51 FORDELING AF TILSKUD**

Figuren viser den foreløbige fordeling af de direkte tilskud i genopretnings- og resiliensfaciliteten, som udgør den største andel af genopretningsfonden.



Anm.: 70 pct. af midlerne forventes at blive tildelt i 2021-22 (de røde søjler). Fordelingen af de sidste 30 pct. af midlerne i 2023 er baseret på EU-Kommissionen (2020d). Fordelingen vil blive revideret på baggrund af de faktiske tal pr. 30. juni 2022.

Kilde: EU-Kommissionen.

**Undtagelsesklausul i EU's finanspolitiske rammeværk er fortsat gældende**

EU har aktiveret undtagelsesklausulen fra det finanspolitiske rammeværk frem til minimum 2021. Det er uklart, hvor længe undtagelsesklausulen vil være gældende.<sup>16</sup> I 2021 har de enkelte medlemslande dermed mulighed for at have faktiske offentlige budgetunderskud på mere end 3 pct. af BNP, uden at der iværksættes en procedure for uforholdsmæssigt store underskud. De gældende regler for den strukturelle saldo kan ligeledes afviges. I 2020 var det blandt EU-landene kun Danmark, der havde et underskud på den offentlige saldo, der var mindre end 3 pct. af BNP, jf. også diskussionen i afsnit II.7.

16) European Fiscal Board har foreslået at lade undtagelsesklausulen gælde, indtil BNP-niveauet i EU er tilbage på niveauet i 2019. Dette forventes først at ske i 2022, jf. EU-Kommissionen (2021).

**BOKS II.9 DEN ØKONOMISKE EFFEKT AF EU'S GENOPRETNINGSFOND**

Genopretningsfonden Next Generation EU (NGEU) blev vedtaget på et EU-topmøde i juli 2020 og har et omfang på 750 mia. euro (2018-priser), svarende til ca. 5 pct. af euroområdet BNP i 2019. Heraf fordeles 390 mia. euro i tilskud til medlemslandene og 360 mia. euro i lån. 70 pct. af tilskuddene forventes at blive tildelt i 2021 og 2022 efter en fordelingsnøgle, der tager hensyn til BNP pr. indbygger i 2019, den gennemsnitlige ledighed fra 2015-19 og indbyggertallet i 2019. Alle tre mål er opgjort relativt til EU-gennemsnittet. For de sidste 30 pct. er den gennemsnitlige ledighed erstattet af mål for det reale BNP-fald i 2020 og det akkumulerede BNP-fald henover 2020-21 (som opgjort af Eurostat pr. 30. juni 2022). EU-Kommissionen kan optage gæld og anvende pengene til lån og direkte subsidier til EU-medlemslandene mellem 2021 og 2026. Gælden skal tilbagebetales mellem 2028 og 2058.

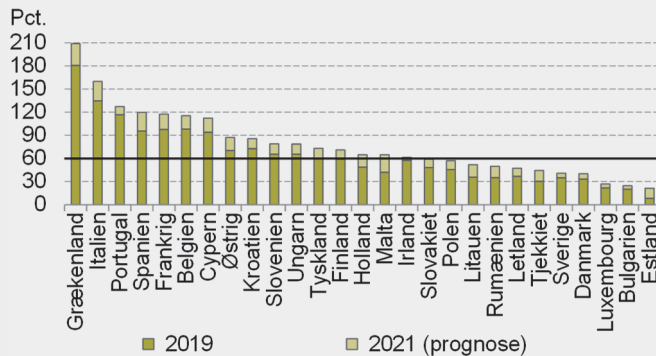
ECB (2021) har regnet på, hvad effekten vil være, hvis pengene anvendes på tre forskellige måder. De finder, at i) produktive offentlige investeringer vil øge BNP i euroområdet med ca. 1½ pct. i 2025, hvor effekten forventes at være størst; effekten er dog vedvarende også efter 2025., ii) ikke-produktivt offentligt forbrug medfører en midlertidig stigning i efterspørgslen, så euroområdet BNP stiger med maksimalt ¼ pct. og iii) tilbagebetaling af offentlig gæld. Hvis lande med høj gæld (hvilket inkluderer både Italien og Spanien) anvender de direkte tilskud til at reducere den offentlige gæld, mens lande med lav gæld anvender midlerne til (produktive) offentlige investeringer, viser beregningerne fra ECB, at BNP i eurolandene vil stige med op til ½ pct. i 2025.

**Gælden er steget i alle EU-lande**

De store offentlige budgetunderskud i 2020 skyldes en kombination af faldende skatteindtægter som følge af coronakrisen og større udgifter til finanspolitiske lempelser, der har haft til formål at stimulere økonomien. De store budgetunderskud har medført stigende offentlig gæld i alle EU-lande, jf. figur II.52. I Grækenland, Spanien, Italien og Malta forventes gældskvoten at stige med mere end 20 pct.point fra 2019 til 2021. EU-Kommissionen (2021b) forventer, at ØMU-gælden toppe i 2021, hvorefter den igen vil begynde at falde. I 2021 forventes kun 11 ud af 27 EU-lande at overholde EU's gældsgrænse på 60 pct.

**FIGUR II.52 UDVIKLING I ØMU-GÆLD**

Alle EU-lande forventes at have en stigende gældskvoteprocent fra 2019 til 2021.



Anm.: Den vandrette streg markerer EU's gældsgrænse på 60 pct.

Kilde: EU-Kommissionen (2021b).

**Effekt på offentlige finanser afhænger af pandemiens udvikling**

Covid-19-pandemien er dog ikke overstået, jf. diskussionen i afsnit II.2, og der er flere usikkerhedsfaktorer i forhold til genopretningen. Jo længere pandemien varer, desto større vil effekterne på de offentlige finansier være som følge af faldende skatteindtægter og højere udgifter til arbejdsløshedsunderstøttelse, offentlige hjælpepakker og diskretionære finanspolitiske tiltag mv.

## II.6

## DANSK ØKONOMI FREM MOD 2025

**Fremskrivning bygger på relativt gunstige forudsætninger om corona**

Coronapandemien har haft meget stor betydning for dansk økonomi i mere end et år, og udviklingen i dansk økonomi de kommende år vil også afhænge af udviklingen i pandemien. Den økonomiske ekspertgruppe fremlagde i begyndelsen af maj fire forskellige scenarier for smitteudviklingen samt forskellige antagelser om befolkningens og politikernes reaktion på smittebilledet, jf. Andersen mfl. (2021). I dette afsnit præsenteres en fremskrivning af dansk økonomi de kommende år, som lægger nogle af de relativt gunstige forudsætninger fra ekspertgruppens scenarier til grund, jf. boks II.10.

**BOKS II.10 SCENARIER FOR SMITTEUDVIKLINGEN**

Den økonomiske ekspertgruppe har fremlagt fire scenarier for den fremtidige smitteudvikling, jf. Andersen mfl. (2021):

**A) Normalisering**

Flokimmunitet i Danmark og store dele af de økonomisk udviklede lande pga. vacciner. Løbende risiko for nye mutationer. Mulighed for rejser til/fra mange lande i løbet af sommeren 2021. Erhvervsrejser, turisme og oplevelsesøkonomi tilnærmelsesvist normalt omfang i 2022.

**B) Træg normalisering**

Smitteudvikling som i scenarie A. Mulighed for rejser til/fra de fleste lande i løbet af 2021. Mere træg normalisering som følge af forsigtig adfærd og tilbageværende rejserestriktioner

**C) Fortsat smitterisiko (ny mutation)**

Mutation giver reduceret vaccineeffektivitet, og der er grad af samfundssmitte. Periodevise lokale eller regionale nedlukninger. Kontaktreducerende tiltag, test og smitteopsporing. Selektive rejserestriktioner

**D) Tilbagevendende pandemisituation**

Tilbagevendende mutationer sætter vacciner væsentligt ud af kraft, indtil justerede vacciner kan udrulles. Udbredt samfundssmitte – også nationalt. Vacciner dæmper dog indlæggelser mv., og sundhedsvæsenet er ikke overbelastet. Periodevise nedlukninger på lokalt/regionalt niveau, men også nationalt.

I nærværende fremskrivning forudsættes en relativt gunstig udvikling i smittebilledet. Konkret lægges de fælles smitteforudsætninger i A og B om flokimmunitet til grund, dvs. det forudsættes, at der opnås flokimmunitet i Danmark og det meste af den økonomisk udviklede del af verden i løbet af 2021. Det antages dog samtidig, at nye mutationer kan forekomme og give anledning til smitteopblussen, hvilket nødvendiggør en vis nedlukning, eksempelvis næste vinter og i mindre omfang den efterfølgende vinter. Dermed trækker forudsætningerne lidt i retning af scenarie C. Det lægges til grund, at der fortsat vil være nogle coronarestriktioner, som dog forudsættes at være af begrænset økonomisk betydning. Forudsætningerne om udlandet følger i store træk IMF's hovedscenarie, jf. afsnit II.5.

I det *ugunstige, alternative scenarie* lægges smitteforudsætningerne fra scenarie D til grund. Dvs. det forudsættes, at der i større omfang løbende opstår nye mutationer, som vaccinerne er mindre effektive overfor. Som følge heraf vil der med mere eller mindre regelmæssighed opstå større smitteudbrud, som vil føre til nedlukninger på lokalt eller endda nationalt niveau. Forudsætningerne om udlandet følger i store træk IMF's negative scenarie, jf. afsnit II.5.

**Stor usikkerhed om  
coronaudviklingen,  
...**

Udvikler coronasituationen sig derimod i en ugunstig retning med en mere vedvarende pandemisituation, vil det dæmpe den økonomiske udvikling de kommende år. Dette illustreres i et alternativt scenarie for dansk økonomi. Dette *ugunstige scenarie* præsenteres efter beskrivelsen af den centrale fremskrivning.

**... og om  
udviklingen på  
boligmarkedet**

Som vist i afsnit II.3 og II.4 er der høj aktivitet i dele af økonomien, ikke mindst på boligmarkedet. Særligt i det tilfælde, hvor coronasituationen fortsat er gunstig, er der en vis risiko for, at den realøkonomiske udvikling kan føre til en overophedning af økonomien. Dette og andre usikkerhedsfaktorer diskuteres sidst i afsnittet.

### **GUNSTIG CORONAUDVIKLING GIVER HURTIG GENOPRETNING AF DANSK ØKONOMI**

**Første halvår er gået  
bedre end ved sidste  
års nedlukninger**

Ved offentliggørelsen af *Dansk Økonomi, forår 2021* er næsten hele første halvår af 2021 gået. Ved udarbejdelsen af nærværende fremskrivning er der imidlertid kun offentliggjort nationalregnskabstal til og med fjerde kvartal 2020 udover den såkaldte BNP-indikator, som viser et fald på 1½ pct. i første kvartal. I afsnit II.3 er den forudsatte udvikling i første halvdel af 2021 beskrevet. Det overordnede billede er, at Danmark indtil nu er kommet relativt godt igennem coronakrisen. Den anden smittebølge og nedlukning i vinteren og foråret 2021 ser ud til at have påvirket dansk økonomi i mindre omfang end første smittebølge i foråret 2020. Den igangværende genåbning bidrager til at løfte det private forbrug, visse brancher melder allerede om arbejdskraftmangel, ledigheden falder hurtigt, og boligpriserne stiger kraftigt.

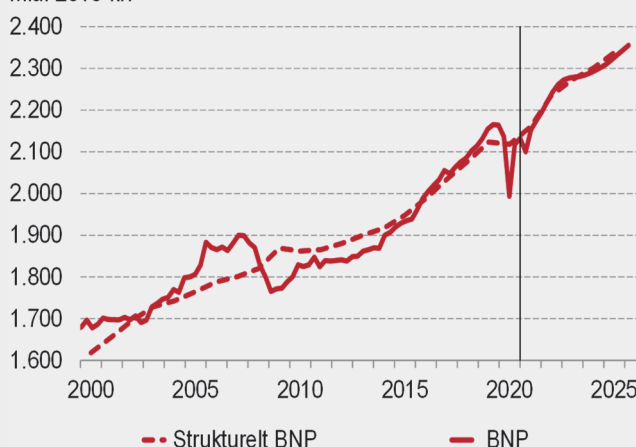
**BNP skønnes kun at  
være lidt lavere end i  
fjerde kvartal 2019**

På baggrund af indikatorer for første halvår skønnes det i afsnit II.3, at BNP i andet kvartal 2021 ikke er langt fra niveauet i fjerde kvartal 2019, dvs. inden verden blev ramt af corona, jf. figur II.53. Fremskrivningen tager udgangspunkt i dette skønnede niveau.

**FIGUR II.53 BNP**

Der ventes en hurtig genopretning af dansk økonomi, hvis den gunstige udvikling i coronapandemien fortsætter.

Mia. 2010-kr.



Anm.: Den lodrette streg markerer overgang til fremskrivning. Den forudsatte udvikling i 1. halvår 2021 er beskrevet i afsnit II.3.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken og egne beregninger.

**Aktuel status på corona i Danmark og den økonomisk udviklede del af verden er positiv**

Den aktuelle status på coronapandemien er beskrevet i afsnit II.2. Vaccineudrulningen er i fuld gang i Danmark og det meste af den økonomisk udviklede del af verden. Dette bidrager til, at der forventes at ske yderligere lempelser af restriktionerne henover sommeren samtidig med, at smittesituationen holdes under kontrol. Smittesituationen i dele af den øvrige verden er mere bekymrende, og vaccineudrulningen sker generelt langsommere i økonomisk mindre udviklede lande.

**Relativt gunstige corona-forudsætninger**

I fremskrivningen forudsættes den gunstige udvikling i coronapandemien at fortsætte. Det lægges til grund, at hovedparten af den voksne befolkning i Danmark og det meste af den økonomisk udviklede verden er færdigvaccineret henover sommeren eller i løbet af efteråret 2021. Vaccineudrulningen i resten af verden antages at ske i løbet af 2022-23. Desuden antages det, at både smittetal og antallet af indlagte forbliver lavt. Dog er det lagt til grund for fremskrivningen, at der igen til vinter vil kunne opstå en vis smitteopblussen.

**Få restriktioner eller jævnlige nedlukninger?**

Fastholdes en lav smitteudbredelse som forudsat i fremskrivningen, forventes det, at der fra efteråret kun vil være få coronarestriktioner i Danmark og i resten af de økonomisk udviklede lande. Planen for genåbningen af Danmark nævner, at der forventeligt fortsat vil gælde restriktioner i forhold til arrangementer med risiko for superspredning, herunder større arrangementer og natteliv, rejserestriktioner samt generelle smitteforebyggende tiltag, jf. Statsministeriet (2021) og Justitsministeriet (2021). Til vinter kan en genopblussen af smitten give anledning til kortvarige lokale eller regionale restriktioner eller endda nedlukninger. Set i lyset af erfaringerne fra anden nedlukning forudsættes omfanget heraf at være af begrænset økonomisk betydning for samfundet som helhed. Udvikler coronapandemien sig derimod i en ugunstig retning, må det forventes, at der bliver tale om flere restriktioner, herunder midlertidige regionale eller måske endda nationale nedlukninger. Et sådant forløb skaber alt andet lige større usikkerhed for virksomheder og forbrugere. Dette illustreres senere i afsnittet.

**Hurtig genopretning af dansk økonomi i fremskrivningen**

Med en fortsat gunstig udvikling i coronapandemien ventes en relativt hurtig genopretning af dansk økonomi. Dette svarer overordnet til det billede, der generelt ses for de økonomisk udviklede lande i IMF's hovedscenarie, jf. afsnit II.5. Forudsætningerne bag fremskrivningen er kort beskrevet i boks II.11. I fremskrivningen ventes BNP at stige ca. 3 pct. i år og ca. 4¼ pct. næste år, jf. tabel II.3. BNP-niveauet vil i tredje kvartal i år være oppe på niveauet før corona, og i slutningen af 2022 vil niveauet være omkring 5 pct. højere end i fjerde kvartal 2019, lige før covid-19-udbruddet ramte.



**BOKS II.11 CENTRALE FORUDSÆTNINGER I FREMSKRIVNINGEN**

Fremskrivningen bygger på et sæt af relativt gunstige antagelser omkring udviklingen i coronapandemien, jf. boks II.10. Andre forudsætninger om udviklingen i pandemien vil give anledning til ændret økonomisk adfærd i såvel Danmark som i udlandet. Senere i afsnittet beskrives et scenarie med ugunstige coronaforudsætninger.

Forudsætningerne bag fremskrivningen er nærmere beskrevet i et baggrundsnotat, hvori der også findes en sammenligning med fremskrivningen i *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Hovedtallene i fremskrivningen er præsenteret i tabel II.1, og den forudsatte udvikling i første halvår 2021 er beskrevet i afsnit II.3.

*Vækst i udlandet*

Den forventede vækst på Danmarks vigtigste eksportmarkeder bygger på IMF's hovedscenarie fra marts 2021 med enkelte justeringer i lyset af nyere information. Der ventes en vækst på ca. 4½ pct. i år og knap 4 pct. næste år. Udlandsforudsætningerne er nærmere beskrevet i afsnit II.5.

*Finanspolitik*

De finanspolitiske forudsætninger bygger på regeringens *Konvergensprogram 2021* fra april 2021. Det indebærer bl.a. en realvækst i det offentlige forbrug på ca. 4 pct. i år og ca. 0 pct. næste år. Denne realvækst omfatter også den udmøntede del af "krigskassen". Det lægges til grund, at eventuelle ekstra udgifter til f.eks. test og hjælpepakker bliver dækket indenfor denne ramme, hvilket kan indebære nedskæringer på andre områder. De finanspolitiske forudsætninger samt udviklingen på de offentlige finanser er beskrevet i afsnit II.8.

*Strukturelle niveauer*

Produktionspotentialet i dansk økonomi har været tydeligt begrænset som følge af restriktioner. Nedlukninger og andre formelle restriktioner har betydet, at ikke kun den faktiske, men også den potentielle produktion, har været lavere end normalt. De konkrete antagelser er beskrevet i afsnit II.3 med fokus på perioden fra første kvartal 2020 til og med andet kvartal 2021. Derefter er der i fremskrivningen forudsat få formelle restriktioner og dermed en begrænset korrektion af den potentielle produktion i forhold til en situation uden corona. Underliggende er der tale om en strukturel vækst i beskæftigelsen på ca. 80.000 personer fra 2019 til 2025, som hovedsageligt skyldes de forudsatte effekter af stigende pensionsalder. I fremskrivningen er der en gennemsnitlig strukturel vækst i BNP på godt 1½ pct. om året i perioden fra 2019 til 2025, hvoraf den strukturelle beskæftigelse bidrager med ca. ½ pct.point i gennemsnit årligt.

TABEL II.3 HOVEDTRÆK I FREMSKRIVNINGEN

BNP faldt 2,7 pct. sidste år og ventes at stige ca. 3 pct. i år og ca. 4¼ pct. næste år. Det bringer beskæftigelsen op over det skønnede strukturelle niveau i 2022.

	2020	2020	2021	2022	2025 <sup>a)</sup>
	Mia. kr.	-----	Realvækst, pct.	-----	
Privat forbrug	1.059	-1,9	2,6	5,3	2,8
Offentligt forbrug	576	-0,1	3,9	0,2	0,7
Offentlige investeringer	84	8,3	1,9	3,5	0,4
Boliginvesteringer	124	6,9	7,5	1,0	-2,0
Erhvervsinvesteringer	319	-1,2	1,7	0,7	0,1
Lagerændringer	11	-0,2	0,0	0,2	0,0
Indenlandsk efterspørgsel i alt	2.173	-0,7	3,1	3,1	1,5
Eksport	1.263	-7,7	4,1	6,2	3,3
Import	1.112	-4,8	4,6	4,2	3,9
Bruttonationalprodukt	2.324	-2,7	2,9	4,3	1,3
		-----	Ændring i 1.000 pers.	-----	
Strukturel arbejdsstyrke	15	15	13	16	11
Arbejdsstyrke	12	12	13	25	5
Privat beskæftigelse	-25	-25	21	39	-4
Offentlig beskæftigelse	4	4	9	7	5
		-----	1.000 pers.	-----	
Nettoledighed	120	120	103	81	95
Beskæftigelsesgap	-10	-10	5	33	0
		-----	Pct.	-----	
Forbrugerpriser	0,3	0,3	1,4	1,0	1,1
Timelønsomkostninger	2,2	2,2	2,3	2,7	2,8
Kontantpris på enfamiliehuse	4,4	4,4	13,8	4,5	0,5
Mandeproduktivitet, hele økonomien	-2,0	-2,0	1,8	2,7	1,3
		-----	Pct. af BNP	-----	
Offentlig saldo	-1,1	-1,1	-3,0	-0,3	-0,1
ØMU-gæld	39,6	39,6	39,6	40,6	42,8

a) Den sidste søjle viser niveauet i 2025 for ledighed, beskæftigelsesgap, offentlig saldo og strukturel saldo. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst i 2023-25.

Anm.: Lagerændringer angiver vækstbidraget til BNP. Beskæftigelsesgap angiver afvigelsen fra den strukturelle beskæftigelse målt i personer. Forbrugerpriserne er udtrykt ved deflatoren for det private forbrug.

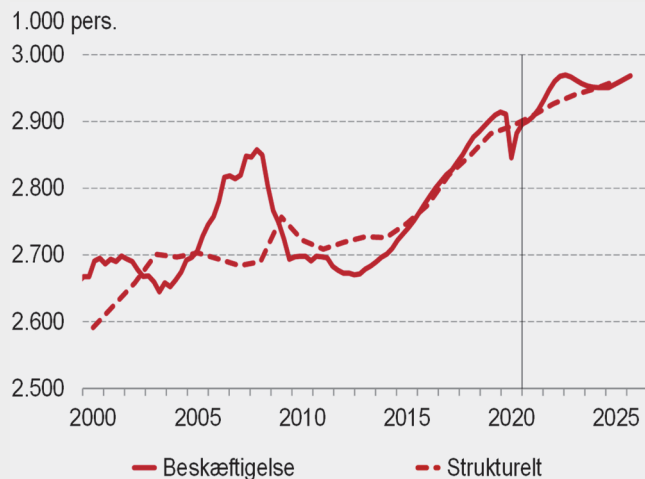
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

**Beskæftigelsen  
ventes at stige  
knap 80.000  
i 2021-22**

Beskæftigelsen opgjort i personer faldt væsentligt mindre end BNP sidste år, hvilket blandt andet skal ses i lyset af muligheden for lønkomensation, jf. afsnit II.3. Den ventede beskæftigelsesfremgang i år er derfor også noget mindre, end stigningen i BNP umiddelbart kunne tilsi. Beskæftigelsen forventes at stige knap 80.000 personer fra 2020 til 2022. Dermed vil beskæftigelsen stige til lidt over det beregnede strukturelle niveau i 2022, jf. figur II.54. Beskæftigelsesgap vil i 2022 være positivt med ca. 1 pct., hvilket omtrent svarer til niveauet umiddelbart inden coronakrisen.

**FIGUR II.54 BESKÆFTIGELSE**

I fremskrivningen forventes beskæftigelsen at stige til lidt over det strukturelle niveau næste år.



Anm.: Til og med 4. kvartal er vist beskæftigelsesudviklingen ifølge det kvartalsvise nationalregnskab, mens fremskrivningen for 2021-25 er baseret på årsniveauer og illustreret som implicit kvartalsudvikling.

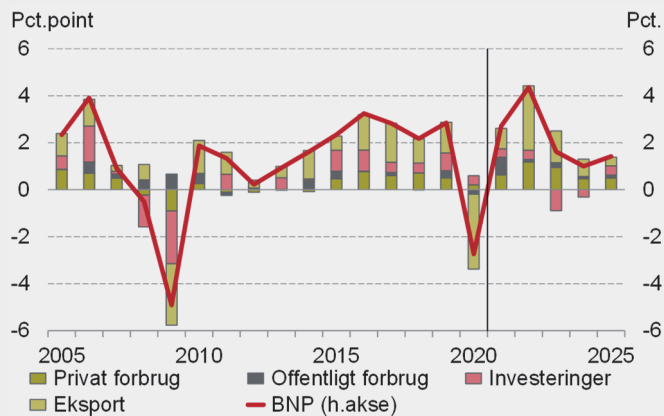
Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, ADAM's databank og egne beregninger.

**Bred stigning i  
efterspørgslen**

Efter et år med betydelige fald i både eksport og privat forbrug, jf. afsnit II.3, ventes høj efterspørgselsvækst i år. Især eksporten og det private forbrug forventes at bidrage til stigningen i BNP i år og næste år, jf. figur II.55.

FIGUR II.55 VÆKSTBIDRAG

Eksporten gav det største negative bidrag til BNP i 2020, når der er korrigeret for importindhold i de enkelte efterspørgselskomponenter.



Anm.: Figuren viser vækstbidrag til BNP fra de importrensede efterspørgselskomponenter. Søjlerne summerer ikke præcis til BNP-væksten grundet forskellige deflatorer.

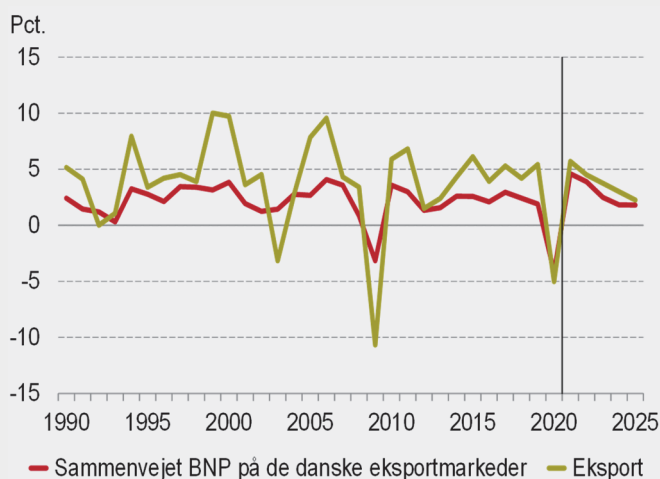
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

#### Dansk eksport faldt mindre end BNP-faldet på eksportmarkederne ville tilsige, ...

Den samlede eksport faldt 7,7 pct. i 2020, og den del af eksporten, som udgøres af varer og tjenester ekskl. energi, søfart og turisme faldt 5 pct. Faldet var noget mindre, end da finanskrisen ramte, og det var også mindre end i en række sammenlignelige lande, jf. afsnit II.3. Normalt indebærer et fald på 1 pct.point i sammenvæjet BNP på Danmarks eksportmarkeder, at den danske eksport reduceres med godt 2 pct.point, jf. figur II.56. BNP i udlandet faldt med godt 4 pct. sidste år, hvilket isoleret set ville tilsige et fald i eksporten på ca. 8½ pct., hvor det faktiske fald var 5 pct. Udsving i konkurrenceevne og andre midlertidige forhold betyder selvfølgelig, at denne "tommelfingerregel" ikke holder eksakt hvert år. En væsentlig årsag til, at eksporten faldt relativt beskedent, var, at faldet i den udenlandske aktivitet især skete i indenlandske, tjenesteydende erhverv, hvor importindholdet er begrænset. Sædvanligvis rammer konjunkturtilbageslag hårdere i industrien, hvor importindholdet er større.

**FIGUR II.56 EKSPORT OG BNP I UDLANDET**

Normalt indebærer en mervækst på 1 pct.point i sammenvejet BNP på vores eksportmarkeder, at den danske eksport øges med ca. 2 pct.point.



Anm.: BNP-væksten på de danske eksportmarkeder er BNP-væksten i de ni vigtigste aftagerlande for dansk vareeksport sammenvejet med eksportvægte. Eksporten er vist ekskl. energi, søfart og turisme.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.

... men det betyder omvendt, at eksporten "kun" stiger godt 4 pct. i år

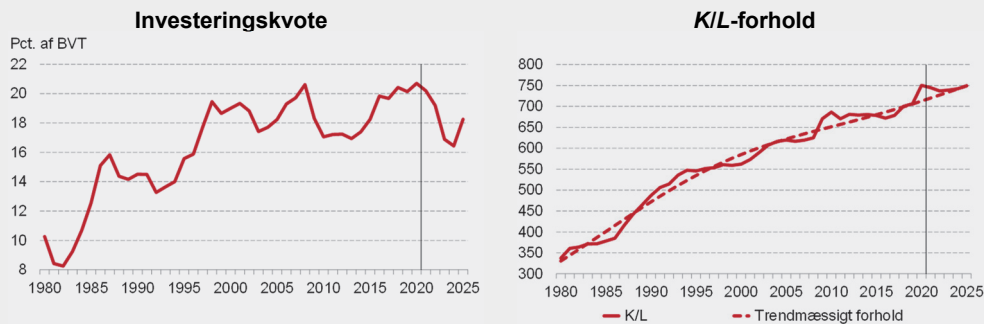
Det begrænsede fald i eksporten i 2020 betyder, at der ikke kan forventes meget høje vækstrater i eksporten de førstkomende år, selv om væksten i udlandet bliver høj. I fremskrivningen ventes den udenlandske vækst at blive godt 4 pct. i år, mens den danske eksport ekskl. energi, søfart og turisme "kun" ventes at stige knap 5 pct. Den samlede eksport skønnes at stige lidt mindre med en vækst på godt 4 pct., hvilket skyldes to forhold. For det første er det lagt til grund, at tilgangen af turister til Danmark fortsat er lav i år, selv i tilfældet med gunstige smitteforudsætninger, og eksporten af turisme ventes derfor at være lidt lavere i år end sidste år. For det andet er energiekporten forudsat at falde lidt i år som følge af et lille fald i produktionen af olie og gas ifølge Energistyrelsens seneste prognose fra september 2020.

**Højt K/L-forhold  
implicerer afdæmpet  
investeringsvækst**

De samlede investeringer steg sidste år i Danmark, jf. afsnit II.3. Stigningen var trukket af høj vækst i de offentlige investeringer og boliginvesteringerne, mens erhvervsinvesteringerne udviste et lille fald. *K/L*-forholdet var ganske højt i 2020, hvilket skal ses i lyset af et fald i beskæftigelsen. Den høje grad af optimisme i erhvervslivet, der har været gennem første halvdel af i år, ventes at indebære stigende erhvervsinvesteringer i år og næste år, hvorved *K/L*-forholdet forbliver over den historiske trend, selvom beskæftigelsen øges. Frem mod 2025 forudsættes *K/L*-forholdet at aftage til den historiske trend, hvilket implicerer et lavere investeringsniveau, jf. figur II.57.

**FIGUR II.57    INVESTERINGER OG KAPITALAPPARAT I PRIVATE BYERHVERV**

*K/L*-forholdet var højt i 2020, hvilket dels skyldes et højt investeringsniveau op til coronakrisen, dels faldet i beskæftigelsen.



Anm.: Investeringskvoten og *K/L*-forholdet er vist for de private byerhverv.  
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

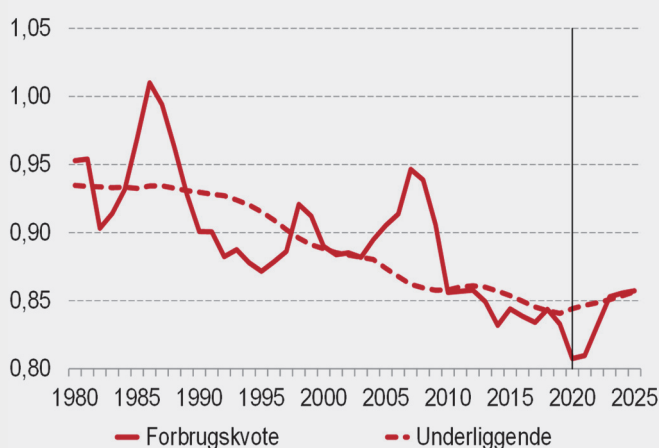
**Stor opsparing giver  
potentiale for høj  
forbrugsvækst**

Det private forbrug har i perioderne med nedlukning og andre restriktioner været en del lavere end normalt. Forbruget er steget i takt med den gradvise genåbning, men selvom niveauet igen er højt, har forbruget langt fra indhentet det tabte. Det har alt andet lige øget den private opsparing. Dertil kommer udbetalingen af indefrosne feriepenge i 2020-21 på samlet ca. 50 mia. kr. efter skat. Ydermere har mange fået store gevinster på aktiemarkedet siden det initiale kursfald, da coronapandemien ramte. De kraftige boligprisstigninger giver også anledning til en stigende friværdi – især i hovedstadsområdet – som muliggør en lånefinansieret stigning i det private forbrug og boliginvesteringerne. I modsætning til sædvanlige konjunkturtilbageslag ser det denne gang ud til, at den private opsparing er steget betydeligt gennem krisen, jf. afsnit II.4. Dette muliggør en hurtig forbrugsvækst og dermed en hurtig

genopretning af dansk økonomi. I fremskrivningen øges forbrugskvoten til et mere normalt niveau frem mod 2025, jf. figur II.58. Det indebærer, at forbruget stiger godt 3 pct. i gennemsnit om året frem til 2025. Til sammenligning steg det private forbrug kun ca. ½ pct. årligt i gennemsnit i de fem første år efter finanskrisen, hvor husholdningerne havde et udpræget behov for konsolidering.

**FIGUR II.58 FORBRUGSKVOTE**

Forbrugskvoten ventes at stige de kommende år fra et lavt niveau.



Anm.: Forbrugskvoten er defineret som forholdet mellem det private forbrug i løbende priser og den langsigtede disponible indkomst i SMEC. Den modelberegne, underliggende forbrugskvoten afhænger af formuekvoten (udglattet) og demografi. Forbrugskvoten er kunstigt høj i 2020-21, da udbetaling af infrosne feriepenge ikke indgår i den disponible indkomst, men det gør skattebetalingen.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Kraftigere forbrugsstigning kan sagtens forekomme

Forbrugskvoten steg i perioden op til finanskrisen med større hast end i nærværende fremskrivning. Baggrunden var ikke mindst lånefinansiering fra stigende friværdier i ejerboliger. Med udgangspunkt i disse erfaringer kan det ikke udelukkes, at forbrugskvoten stiger hurtigere end forudsat i den centrale fremskrivning. Dette kan sammen med fortsatte kraftige stigninger i boligpriserne føre en overophedning af dansk økonomi, jf. diskussionen i afsnit II.4.

## SCENARIO MED UGUNSTIGE CORONAFORUDSÆTNINGER

## Alternativt scenarie med ugunstige forudsætninger om smitteudviklingen

Fremskrivningen er som nævnt baseret på relativt gunstige forudsætninger om udviklingen i coronapandemien. Imidlertid er der betydelig usikkerhed om smitteudviklingen og dermed også om den økonomiske udvikling. Derfor præsenteres et alternativt scenarie baseret på mindre gunstige forudsætninger for smitteudviklingen. I det *ugunstige scenarie* antages det, at der i større omfang løbende opstår nye mutationer, som vaccinerne er mindre effektive overfor. Som følge af dette vil der med ujævne mellemrum opstå lokale eller nationale smitteudbrud. Langsommere vaccineudrulning vil være en af de faktorer, der kan øge risikoen for en sådan scenarie. Jo flere smittede der er, jo flere mutationer vil der alt andet lige opstå. Forudsætningerne bag det ugunstige scenarie er beskrevet i boks II.12, og tabel II.4 sammenligner hovedtallene i dette alternative scenarie med de tilsvarende i ovenstående fremskrivning.

TABEL II.4 HOVEDTAL I DET UGUNSTIGE SCENARIO

I fremskrivningen stiger beskæftigelsen knap 80.000 personer fra 2020 til 2022, mens der i det ugunstige scenarie kun er en stigning på ca. 15.000 personer i samme periode.

	Hovedscenarie				Ugunstigt scenarie		
	2020	2021	2022	2025 <sup>a)</sup>	2021	2022	2025 <sup>a)</sup>
	----- Realvækst, pct. -----						
BNP	-2,7	2,9	4,3	1,3	2,1	3,0	1,6
Privat forbrug	-1,9	2,6	5,3	2,8	1,9	3,6	2,9
Investeringer	2,1	3,1	1,2	-0,3	-0,3	-2,5	1,2
Eksport	-7,7	4,1	6,2	3,3	3,3	4,8	3,6
	----- Ændring i 1.000 pers. -----						
Beskæftigelse	-22	31	47	0	10	5	7
	----- Pct. -----						
Beskæftigelsesgap	-0,4	0,2	1,1	0,0	-0,5	-1,0	-1,5
Timelønsmkostninger	2,2	2,3	2,7	2,8	2,1	1,9	1,6
Realvækst i aftagerlande	-4,2	4,6	3,9	2,0	4,1	2,9	1,9
10-årig obligationsrente	-0,4	0,0	0,2	0,6	0,0	0,0	0,4
	----- Pct. af BNP -----						
Offentlig saldo	-1,1	-3,0	-0,3	-0,1	-3,3	-1,3	-1,1

a) Den sidste søjle for "Hovedscenarie" hhv. "Ugunstigt scenarie" viser niveauet i 2025 for beskæftigelsesgap, rente og offentlig saldo. For de øvrige poster vises den gennemsnitlige årlige vækst i 2023 til 2025.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Macrobond og egne beregninger.



**BOKS II.12 FORUDSÆTNINGER I DET UGUNSTIGE SCENARIO**

Forudsætninger om udlandet i det ugunstige scenarie bygger på IMF's negative scenarie (som afvigelse til IMF's hovedscenarie), hvori der antages en udskydelse af vaccineudrulningen, jf. afsnit II.5. Da der er gået et par måneder, siden IMF udarbejdede scenarierne, hvor vaccineudrulningen i de økonomisk udviklede lande overordnet set er forløbet efter planen, forudsættes væksten i år at være lidt højere end i IMF's negative scenarie. En anden afvigelse fra IMF's negative scenarie er, at den ugunstige udvikling i pandemien i det ugunstige scenarie også antages at skyldes hyppig fremkomst af virusvarianter, der forårsager større regionale smitteudbud, som i et vist omfang spredes på tværs af regioner og lande. Det betyder, at den udenlandske vækst antages at være lidt lavere i årene 2023-25 end i IMF's negative scenarie. I 2025 bliver niveauet for sammenvejet BNP i udlandet i det ugunstige scenarie ca. 2 pct. lavere end i fremskrivningen. I det ugunstige scenarie lægges desuden til grund, at der kun sker meget beskedne pengepolitiske stramninger frem mod 2025, og at olieprisen forbliver omtrent på det nuværende niveau til 2025. Det er antaget, at lønkonkurrenceevnen ikke ændres i forhold til fremskrivningen, da både udlandet og Danmark bliver omfattet af ændrede smitteforudsætninger.

Der lægges samme finanspolitiske forudsætninger til grund for det ugunstige scenarie som i fremskrivningen. Det indebærer en antagelse om, at eventuelle ekstra udgifter til f.eks. test og hjælpepakker bliver dækket indenfor den ramme, der ligger bag den centrale fremskrivning, hvilket grundlæggende svarer til antagelserne i *Konvergensprogram, 2021*. Hvis det ugunstige scenarie materialiserer sig og indebærer skiftende grad af restriktioner og gentagne nedlukninger, kan der dog opstå et pres for at øge rammen for de offentlige udgifter, jf. diskussionen i afsnit II.10.

Forbrugere og virksomheder forudsættes at være mindre optimistiske i det ugunstige scenarie end i den centrale fremskrivning. Dette giver sig udslag i, at forbrugskvoten er reduceret ½ pct.point i 2021 og 1 pct.point i 2022-25 i forhold til fremskrivningen. Boligprisstigningen dæmpes med 4 pct.point i 2021 og 2022 (hvilket er ca. halvdelen af den uforklarede del af stigningen de to år i fremskrivningen). Investeringskvoten i de private byerhverv er reduceret 1 pct.point i årene 2021-25. Dertil kommer de negative effekter af lavere produktion og indkomst, som reducerer investerings- og forbrugsomfanget, selv for uændrede forbrugs- og investeringskvoter.

Endelig forudsættes det, at omkring halvdelen af beskæftigelsesfaldet i forhold til fremskrivningen udgøres af fald i arbejdsstyrken, mens resten giver anledning til stigende ledighed. Dette er i tråd med de historiske erfaringer for konjunkturfølsomheden i arbejdsstyrken.

**Den spirende optimisme dæmpes i det ugunstige scenarie ...**

I den centrale fremskrivning ventes forbrugsmønstret i store træk relativt hurtigt at vende tilbage til situationen før corona. I det ugunstige forløb for coronapandemien forventes det, at der bliver tale om flere restriktioner, herunder perioder med lokale eller nationale nedlukninger. Det skaber alt andet lige usikkerhed for virksomheder og forbrugere med et sådant uforudsigelig omfang af restriktioner i flere år. I det ugunstige scenarie antages det derfor, at den nuværende høje grad af

optimisme, som ses i forbruger- og erhvervstillidsindikatorer, vil blive dæmpet i løbet af efteråret eller vinteren. Betydelig usikkerhed om fremtiden antages at betyde, at forbrugere og virksomheder vil være mere tilbageholdne. Samtidig er der større sandsynlighed for, at der vil komme et længerevarende, måske permanent, skift i forbrugsmønstre væk fra serviceydelser med tæt fysisk kontakt samt lavere rejseaktivitet. Dette bidrager til lavere kapacitetsudnyttelse i en periode samt omstillingsomkostninger, som kan medføre et højt niveau af konkurser og fyringer.

**... og fører til lavere forbrug**

Svækket forbrugertillid vil føre til større tilbageholdenhed i forbruget, og forbrugskvoten antages derfor at stige langsommere end lagt til grund for den centrale fremskrivning. Dertil kommer, at BNP, og dermed den disponible indkomst, er lavere i det ugunstige scenarie, hvorfor det private forbrug er ca. 2 pct. lavere i 2025 i det ugunstige scenarie end i den centrale fremskrivning.

**Ugunstig smitteudvikling implicerer lavere vækst globalt og derfor lavere eksport**

En mindre gunstig smitteudvikling på verdensplan de kommende år, end forudsat i fremskrivningen, vil indebære en lavere vækst globalt set. Rejseaktiviteten må i dette tilfælde formodes at forblive noget lavere end i tiden før udbruddet af covid-19, både som følge af egentlige restriktioner og som følge af tilbageholdenhed for at undgå at udsætte sig selv for smitte, herunder fra nye virusvarianter. I IMF's negative scenarie, som danner baggrund for forudsætningerne om væksten i udlandet i det ugunstige scenarie, rammes især udviklingslandene hårdt. Et fald i verdenshandlen, som følge af svækket vækst i tredje-verdenslande med lav vaccinedækning og forventet høj smitte, rammer kun i begrænset omfang dansk eksport direkte, da eksport til denne del af verden udgør en lille del af dansk eksport.<sup>17</sup> Effekten på dansk økonomi forventes snarere at ske indirekte gennem øget usikkerhed og potentiel smittespredning af muterede virusvarianter på tværs af lande. Usikkerheden om såvel smittesituationen som reaktionerne herpå i form af nedlukninger og restriktioner i andre lande kan på denne vis forstærke de mere eller mindre direkte effekter, og samlet skønnes den danske eksport at stige ca. 8 pct. fra 2020 til 2022 i det ugunstige scenarie mod knap 11 pct. i fremskrivningen. I 2025 vil eksporten være ca. 1½ pct. lavere i det ugunstige scenarie end i fremskrivningen.

---

17) Eksporten til Indien og Brasilien, hvor smitten i øjeblikket er høj og stigende, og vaccinedrukningen sker relativt langsomt, udgjorde i 2019 eksempelvis under 2 pct. af den samlede danske eksport.

### Beskeden beskæftigelsesfremgang i det ugunstige scenarie

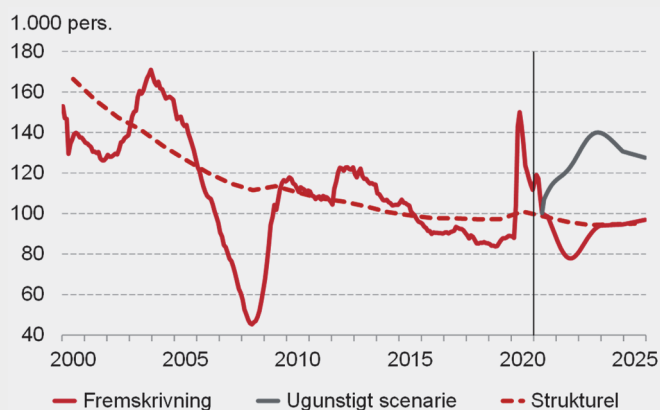
I det ugunstige scenarie vurderes efterspørgslen at være lav alle år frem mod 2025. Produktion og beskæftigelse vil derfor også være lavere i det ugunstige scenarie end i den centrale fremskrivning hele vejen til 2025. I fremskrivningen forventes beskæftigelsen at stige knap 80.000 personer fra 2020 til 2022, mens der i samme periode kun ventes en fremgang i beskæftigelsen på ca. 15.000 i det ugunstige scenarie. I det ugunstige scenarie skønnes beskæftigelsen at ligge lavere i hele perioden frem til 2025, så beskæftigelsen i 2025 er næsten 50.000 lavere i det ugunstige scenarie end i fremskrivningen.

### Betydelig ledighedsstigning i det ugunstige scenarie

Ledigheden er faldet markant de seneste måneder i takt med genåbningen, jf. afsnit II.3. I fremskrivningen forventes faldet at fortsætte det kommende års tid til halvandet, hvilket vil bringe ledigheden lidt under den skønnede, strukturelle ledighed. I det ugunstige scenarie ventes derimod stigende ledighed som følge af den dårligere økonomiske udvikling, og ledigheden skønnes at kunne nå op på ca. 140.000 personer, hvilket er højere end set under finanskrisen, jf. figur II.59.

**FIGUR II.59 LEDIGHED**

I det ugunstige scenarie stiger ledigheden til op mod 140.000 personer, mens ledigheden kommer ned under det strukturelle niveau i den centrale fremskrivning.



Anm.: Figuren viser nettoledigheden. Månedstallene fra Statistikbanken rækker frem til marts 2021 og er i figuren forlænget i april-maj med ændringen i ledighedstallene på dagsbasis fra STAR. Derefter viser kurven den implicite månedsprofil i fremskrivningen hhv. i det ugunstige scenarie ud fra de skønnede årsniveauer.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken, ADAM's databank, STAR og egne beregninger.

**Forværring af offentlige finanser**

I det ugunstige scenarie implicerer den forværrede konjunktursituation også en forværring af de offentlige finanser i forhold til fremskrivningen. Alle år frem mod 2025 ventes offentlige underskud på mindst 1 pct. af BNP, hvilket også bidrager til at øge ØMU-gælden til godt 45 pct. af BNP mod knap 43 pct. i den centrale fremskrivning.

**Risiko for langvarige, negative strukturelle effekter i ugunstigt scenarie, ...**

Udvikler coronasituationen sig i en ugunstig retning, kan der også forventes mere langvarige, negative strukturelle effekter, jf. diskussionen i *Dansk Økonomi, efterår 2020* og *Produktivitet, 2021*. Produktionskapaciteten kan blive påvirket negativt gennem en række effekter på investeringerne, den strukturelle beskæftigelse og produktiviteten. Effekter, der trækker i retning af et reduceret produktionspotentiale, er f.eks., at øget usikkerhed om fremtiden kan dæmpe virksomhedernes investeringslyst, ligesom et højere ledighedsniveau under krisen kan medføre varige tab af humankapital blandt de berørte og dermed sætte sig i en strukturelt højere ledighed. Børn og unge under uddannelse kan ligeledes risikere at opleve varige læringstab i forbindelse med gentagne, fysiske nedlukninger af uddannelsesinstitutionerne, hvilket dermed kan reducere produktiviteten af den fremtidige arbejdsstyrke.

**... herunder som følge af et strukturelt skift i forbrugs-sammensætningen**

Hvis coronapandemien trækker i langdrag, kan der ligeledes tænkes at ske strukturelle skift i forbrugssammensætningen, jf. ovenfor, hvilket vil kræve en omstilling af dele af produktionsapparatet. Det vil i sig selv kræve yderligere investeringer i en periode. Dertil kommer, at der formentlig vil opstå et behov for omskoling af visse dele af arbejdsstyrken, hvilket i en periode kan forringe matchet mellem udbudte og efterspurgte kompetencer på arbejdsmarkedet og dermed både reducere produktiviteten og øge den strukturelle ledighed. Desuden kan længe-revarende rejserestriktioner besværliggøre tilgangen af udenlandsk arbejdskraft og derved sænke den strukturelle beskæftigelse yderligere.

## **RISIKOFAKTORER**

**Primær kilde til usikkerhed er smitteudviklingen**

Den største usikkerhedsfaktor for den økonomiske udvikling de kommende år er smitteudviklingen. I afsnittet er givet to bud på den mulige smitteudvikling, som bygger på forskellige scenarier fra den økonomiske ekspertgruppe. De to bud på udviklingen skal ikke opfattes som det yderpunkter. Et mere gunstigt forløb vil være, at der slet ikke sker nogen stigning i smitten til næste vinter, hvilket formodentlig vil være forbundet med højere efterspørgselsvækst og beskæftigelsesstigning samt fortsatte kraftige stigninger i boligpriserne. På den anden side er det muligt, at verden ender i en langt mere negativ coronasituation end lagt til grund for den centrale fremskrivning. Et eksempel herpå er illustreret i det ugunstige scenarie. I det konkrete scenarie er de negative

realøkonomiske konsekvenser relativt begrænsede, men det kan ikke afvises, at der kan opstå en større smitteopblussen rundt omkring i verden. Dette vil have mere negative, og sandsynligvis mere langvarige konsekvenser også for dansk økonomi.

#### Handelskrig og Brexit kan også dæmpe væksten

Udover de risikofaktorer, som er knyttet til smitteudviklingen, er der som nævnt i afsnit II.5 andre faktorer i den internationale økonomi, som kan risikere at lægge en dæmper på den økonomiske vækst de kommende år. Der er stadig spændinger mellem USA og Kina med hensyn til handelsaftaler, som kan udvikle sig til en egentlig handelskrig, som også vil påvirke resten af verdenshandlen. Tilsvarende er konsekvenserne af Brexit fortsat usikre.

#### Risiko for fortsat stigende inflation

Et yderligere usikkerhedselement er risikoen for høj inflation. Som beskrevet i afsnit II.5 har en kombination af lavt udbud og stigende efterspørgsel ført til, at priserne på mange råvarer er steget markant. Kombinationen af basiseffekter og stigende råvarepriser på energi, fødevarer, træ og metaller har ført til stigende inflation i både USA, euroområdet og Danmark. Prisstigningstakten antages i fremskrivningen at aftage i takt med, at basiseffekterne bortfalder. Der er dog en risiko for, at producenterne i højere grad vil vælte stigende inputpriser over på deres salgspriser. Den højere inflation kan føre til øgede lønkrav, og der kan opstå såkaldte andenrunde-effekter, hvis øgede lønkrav fører til højere lønninger og yderligere prisstigninger. Udviklingen i inflationen kan også sætte sig i højere inflationsforventninger, hvilket vil kunne drive de nominelle renter opad. Den vedvarende lempelige pengepolitik i både USA og Europa kan også bidrage til, at inflationsforventningerne øges, ligesom den har bidraget til at drive aktivpriserne op. En periode med stigende inflation kan føre til, at pengepolitikken vil blive strammet hurtigere end lagt til grund i fremskrivningen, hvilket kan lede til fald i aktivpriserne og stigende ledighed.

#### Risiko for overophedning

Fremskrivningen i afsnittet indebærer, at beskæftigelsen de kommende år stiger til lidt over det skønnede strukturelle niveau, hvorefter der forventes en blød landing frem mod 2025, hvor økonomien forudsættes at være i en omtrent neutral konjunktursituation. Som diskuteret i afsnit II.4 kan efterspørgslen imidlertid sagtens udvise endnu højere vækst. Det kan blandt andet udløses af fortsat kraftigt stigende boligpriser. I afsnit II.5 vises det, at også andre aktivpriser er steget kraftigt den seneste tid. Der er dermed basis for en "ketchup-effekt", hvor stigende aktivpriser trækker efterspørgslen yderligere op. Det kan føre til en kraftigere stigning i beskæftigelsen med risiko for at drive lønninger og priser op. Et sådan forløb risikerer at føre til en overophedning af dansk økonomi med risiko for en efterfølgende hård landing.

## II.7

# STATUS FOR DE OFFENTLIGE FINANSER

### Indhold i afsnittet

Dette afsnit har fokus på de offentlige finanser i 2020, hvor covid-19 har svækket dansk økonomi og de offentlige finanser. Det første afsnit beskriver udviklingen i den faktiske saldo og nettogælden fra 2019 til 2020. Det andet afsnit beskriver årsagerne til, at det offentlige underskud i 2020 blev væsentligt mindre end skønnet i juni 2020 og oktober 2020, hvor der var markant usikkerhed om hvordan covid-19 ville påvirke økonomien og de offentlige finanser. Det sidste afsnit er en status for hjælpe- og likviditetspakker.

### DEN FAKTISKE SALDO OG GÆLD UNDER COVID-19

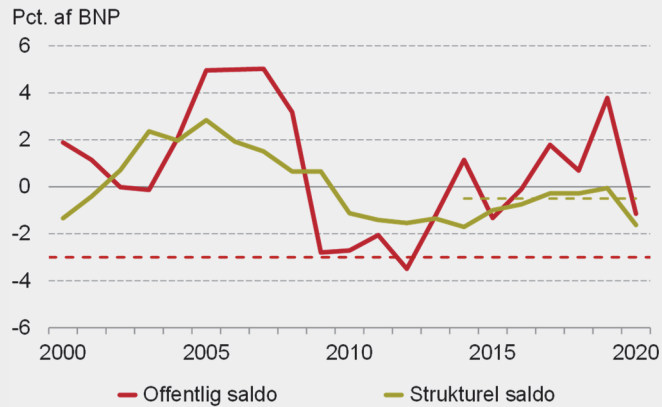
#### Udviklingen i den offentlige saldo fra 2019 til 2020

### Stort overskud i 2019 vendt til underskud i 2020

Danmark havde et godt udgangspunkt for de offentlige finanser, da coronapandemien ramte Danmark i foråret 2020. Der var et stort overskud på de offentlige finanser i 2019 delvist drevet af store indtægter fra pensionsafkastskatten. Der var omtrent balance på den strukturelle saldo, og nettogælden og ØMU-gælden var lav. Da Danmark i foråret 2020 blev ramt af sundhedskrisen, var der således råderum til at håndtere omkostningerne ved krisen, selvom der kom underskud på såvel den faktiske som strukturelle saldo i 2020, jf. figur 60.

**FIGUR II.60 OFFENTLIG SALDO FREM TIL 2020**

Både den faktiske offentlige saldo og strukturelle saldo blev svækket i løbet af 2020.



Anm.: Den røde stiplede linje angiver grænsen for underskuddet i Stabilitets- og Vækstpagten på 3 pct., som den faktiske saldo skal overholde. Den grønne stiplede linje angiver grænsen fra budgetloven, som den strukturelle saldo skal holde sig over ved fremsættelsen af forslaget til finanslov for det kommende år. Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Indtægterne var uændrede, mens udgifterne steg som andel af BNP fra 2019 til 2020

Underskuddet er primært drevet af, at udgifterne steg fra 47½ til 52½ pct. af BNP fra 2019 til 2020, jf. tabel II.5. Det var alle dele af de offentlige udgifter, der steg som andel af BNP, hvilket skal ses i lyset af, at BNP faldt samtidigt med, at udgifterne til sundhed, indkomstoverførsler og flere andre områder steg i løbet af 2020. Derudover blev der besluttet store hjælpepakker i 2020. Indtægterne har udgjort en stort set uændret andel af BNP fra 2019 til 2020. Dette dækker over nogle forskellige udviklinger på enkeltposter, der samlet set netter ud. Indtægterne fra personskatterne steg som andel af BNP. Stigningen i personskatterne blev drevet af, at der blev fremrykket beskatning knyttet til udbetaling af indfrosne feriepenge. I modsat retning trak, at indtægterne fra selskabsskatter og pensionsafkastskat (PAL) faldt. Faldet i disse poster skal dog primært ses i lyset af det meget høje provenu, der var i 2019 fra netop disse to poster.

**TABEL II.5 HOVEDPOSTER PÅ DEN OFFENTLIGE SALDO**

De offentlige indtægter var uændrede fra 2019 til 2020, mens udgifterne steg.

	2019	2020
	----- Pct. af BNP -----	
Personskatter mv. <sup>a)</sup>	23,7	25,0
Aktieskat	1,2	1,0
Selskabsskat	3,0	2,6
Nordsøbeskatning	0,2	0,0
Pensionafkastbeskatning	2,7	2,1
Afgifter <sup>b)</sup>	15,6	15,8
Øvrige indtægter	4,6	4,3
Indtægter i alt <sup>c)</sup>	50,9	50,9
Offentligt forbrug <sup>d)</sup>	23,8	24,8
Offentlige investeringer <sup>e)</sup>	3,3	3,6
Indkomstoverførsler	15,6	16,6
Øvrige udgifter <sup>f)</sup>	4,7	7,4
Udgifter i alt <sup>c)</sup>	47,5	52,4
Primær saldo	3,5	-1,5
Nettorenteindtægter	0,3	0,3
Offentlig saldo	3,8	-1,1
Strukturel saldo <sup>g)</sup>	0,0	-1,6
ØMU-gæld	33,3	39,6
	----- Mia. kr. -----	
Offentlig saldo	88,3	-26,7

a) Personskatter mv. omfatter kildeskatter, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatter.

b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter bl.a. grundskyld.

c) Indtægter og udgifter i alt er ekskl. renter.

d) Offentligt forbrug er inkl. afskrivninger (som også indgår på indtægtsiden i posten Øvrige indtægter).

e) Offentlige investeringer er inkl. udgifter til forskning og udvikling.

f) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.

g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

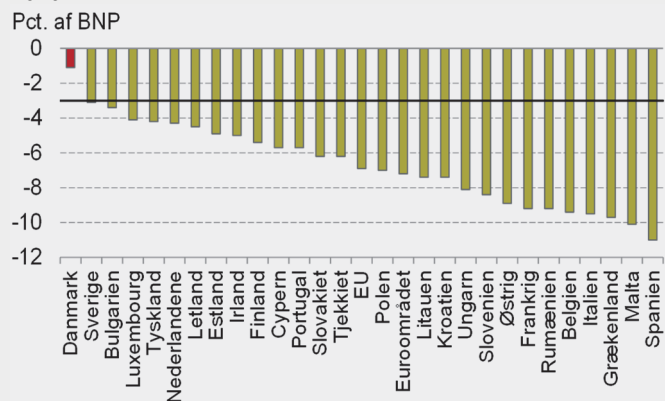


Danmark er det eneste europæiske lande, der havde et underskud på under 3 pct. af BNP i 2020

Den offentlige saldo er som nævnt svækket i Danmark fra 2019 til 2020, men det skete fra et godt udgangspunkt, hvor der var overskud på den offentlige saldo i 2019. Underskuddet på den danske offentlige saldo i 2020 var således det mindste blandt de europæiske lande, og Danmark er det eneste EU-land med underskud under EU's grænse på 3 pct. af BNP, jf. figur II.61. Også hvis der ses på, hvor meget stillingen på den offentlige saldo blev svækket fra 2019 til 2020 eller den samlede offentlige gæld, er Danmark et af de lande, der har de mest robuste offentlige finanser.

FIGUR II.61 OFFENTLIGE UNDERSKUD I 2020

Kun Danmark havde et underskud på mindre end 3 pct. af BNP i 2020.



Anm.: Den vandrette streg angiver grænsen for det offentlige underskud i Stabilitets- og Vækstpagten.

Kilde: Danmarks Statistik, Statistikbanken.

### Udviklingen i den offentlige gæld fra 2019 til 2020

To centrale gældsbegreber

Der er flere forskellige gældsbegreber, når det drejer sig om den offentlige gæld. To af de vigtigste er nettogælden og ØMU-gælden. I nettogælden opgøres forskellen på alle de finansielle offentlige aktiver og passiver. Er passiverne større end aktiverne, så er nettogælden positiv. Når gælden opgøres som forskellen på aktiverne og passiverne indebærer det, at en samtidig stigning på 100 mia. kr. i passiverne og aktiverne vil være neutral for nettogælden. ØMU-gælden opgøres som udgangspunkt alene som størrelsen af de offentlige passiver, selvom der kan ske modregning for nogle enkelte aktivposter, og en del kortvarige gældspos-

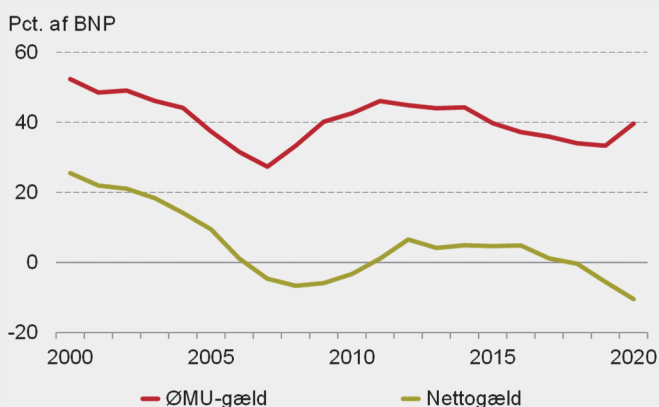
ster som f.eks. skyldige betalinger for leverede serviceydelser tæller heller ikke med. Når der kun ses på passiverne, vil en parallel stigning i de offentlige aktiver og passiver på 100 mia. kr. medføre, at ØMU-gælden stiger med 100 mia. kr., selvom nettogælden er uændret.

**Netto- og ØMU-gæld  
gik hver sin vej  
i 2020**

Normalt bevæger ØMU-gælden og nettogælden sig i samme retning, men i 2020 var der en modsat udvikling i de to gældsbegreber, hvor ØMU-gælden steg 6 pct. af BNP, mens nettogælden faldt med 5 pct. af BNP, jf. figur II.62. På trods af at dansk økonomi er ramt af en økonomisk og sundhedsmæssig krise, er nettoformuen i 2020 opgjort til 10 pct. af BNP, hvilket er den største offentlige nettoformue nogensinde. Den forskellige udvikling i de to gældsbegreber skal blandt andet ses i lyset af, at der var en række ekstraordinære finanspolitiske tiltag, der medførte en bruttoficering af den offentlige gæld. Blandt andet blev en række skattebetalinger udskudt, hvilket øger den statslige låntagning ved udgangen af året. Dette modsvares af en stigning i de statslige aktiver, så det ikke betyder noget for nettogælden.

**FIGUR II.62 UDVIKLING I DEN OFFENTLIGE GÆLD**

ØMU-gælden og nettogælden bevægede sig i hver sin retning i 2020.



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank.

**Nettogælden  
reduceret af  
gevinster på Ørsted**

Den meget store aktiepost, staten har i Ørsted, er et særligt forhold, der har haft stor betydning for udviklingen i den danske nettogæld i de seneste år. Aktieposten er steget betydeligt i værdi fra godt 6 pct. af BNP i 2019 til 11 pct. af BNP i 2020, hvilket har øget de finansielle

aktiver og derved isoleret set reduceret nettogælden. Den store stigning i dette aktiv er sket ved, at kursen på aktierne i Ørsted er steget. En stigning i aktiekurserne påvirker ikke den offentlige saldo, men har betydning for udvikling i nettogælden. Stigningen i værdien af Ørsted kan forklare ca. halvdelen af forskellen i udviklingen i nettogælden og bruttogælden fra 2019 til 2020. I 2021 er værdien af Ørsted imidlertid faldet en del i værdi, hvilket isoleret set øger nettogælden i 2021.

**Den større forskel på nettogæld og ØMU-gæld kan være permanent**

Historisk har ØMU-gælden været ca. 35 pct. af BNP højere end nettogælden, mens forskellen mellem de to gældsbegreber i 2020 er 50 pct. af BNP, jf. tabel II.6. Det vurderes også, at forskellen på ØMU-gæld og nettogæld vil være større frem mod 2025, da staten har øget deres aktiver som andel af BNP. Udover den stigende værdi af aktieposten i Ørsted er der også i de senere år gennemført en række tiltag, der kan øge forskellen på nettogælden og bruttogælden. Det drejer sig på den korte bane om et øget indestående i Nationalbanken og finansiering af likviditetspakkerne. På længere sigt vil der ske en stigning i både de offentlige aktiver og passiver som følge af, at der gradvist overgås til en ny finansieringsmodel for de almene boliger, hvor en del af gælden i boligerne finansieres ved udstedelse af statsobligationer.

**TABEL II.6 FORSKEL PÅ NETTO- OG ØMUGÆLD**

Der er kommet større forskel på den danske nettogæld og ØMU-gæld de seneste fem år. Det er bl.a. drevet af en højere værdi af Ørsted og en ny finansieringsordning for de almene boliger.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----									
Historisk forskel	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
Almene boliger	0	0	1	4	5	5	6	6	6	6
Ørsted	3	3	4	6	11	8	8	8	8	8
Corona likviditet	0	0	0	0	3	2	0	0	0	0
Andre forskelle	-5	-3	-6	-6	-4	-7	-3	-2	-1	0
I alt	32	35	34	39	50	44	45	46	47	49

Anm.: Værdien af Ørsted er fundet ved at gange statens beholdning på 210,6 mio. aktier med kursen ultimo året.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, NASDAQomxnordic.com og egne beregninger.

## UNDERSKUDET I 2020 BLEV LAVERE END VENTET

**Dansk økonomi udviklede sig bedre end frygtet i 2020, ...**

Ved udbruddet af covid-19 i foråret 2020 var der en betydelig usikkerhed omkring udviklingen i dansk og international økonomi. DØRs opererede med forskellige scenarier til at beskrive udviklingen. Men den faktiske udvikling i 2020 har vist sig at være bedre end selv de positive scenarier, når det kommer til udviklingen i BNP, ledighed og beskæftigelse.

**... og den offentlige saldo blev 67 mia. kr. bedre end skønnet i oktober**

Den bedre realøkonomiske udvikling har også påvirket skønnet for de offentlige finanser, som dog også er blevet bedre af en lang række andre årsager. I *Dansk Økonomi, efterår 2020* blev det skønnet, at underskuddet på den offentlige saldo ville blive på 93 mia. kr. i 2020, jf. tabel II.7. Dette er 67 mia. kr. mere end den første offentliggørelse af det offentlige underskud fra Danmarks Statistik, der viste et underskud på 27 mia. kr.

**Særligt indtægter knyttet til de finansielle markeder bidrog mere end ventet**

Den forbedrede saldo skal blandt andet ses i lyset af, at der er nogle poster på den offentlige saldo, der er meget følsomme overfor udviklingen på de finansielle markeder. Det drejer sig primært om pensionsafkastskatten, aktieindkomstskatten og selskabsskatten. Efter et kraftigt dyk på de finansielle markeder i marts måned rettede de internationale aktiemarkeder sig i løbet af året. Det blev i oktober undervurderet, hvor gunstig udvikling ville blive og skatter knyttet til de finansielle markeder endte med at give et provenu, der samlet set var 29 mia. kr. større end forventet i *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Det var særligt indtægterne fra pensionsafkastskatten der bidrog med 15 mia. kr. mere end skønnet. Også udgifterne blev mindre end forudsat. Det var primært udgifter til hjælpepakker, der viste sig at blive mindre end forudsat, men også udgifterne til offentligt forbrug blev mindre, hvilket var drevet af udgifter, der ikke var relateret til covid-19.

**TABEL II.7 ÆNDRING I SKØN OVER DEN OFFENTLIGE SALDO I 2020**

Underskuddet på den offentlige saldo blev langt mindre end skønnet igennem 2020. Det skyldes primært nogle poster, der er knyttet til de finansielle markeder og udgifter knyttet til hjælpepakker.

	<b>Skøn i Dansk Økonomi, efterår 2020</b>	<b>Opgjort af Danmarks Statistik</b>	<b>Bidrag til forskell i saldo</b>
	----- Mia. kr. -----		
Personskatter mv.	469	474	6
Arbejdsmarkedsbidrag	102	105	3
Aktie- og virksonhedsskat	23	26	3
Selskabsskatter (ekskl. Nordsø)	51	61	10
Nordsø-indtægter	0	0	0
Pensionsafkastskat	33	48	15
Moms	221	224	2
Registreringsafgift	19	19	0
Punktafgifter	68	71	3
Afskrivninger	60	61	0
Øvrige skatter og afgifter	91	94	3
Offentligt forbrug ekskl. afskrivninger	521	515	6
Afskrivninger (del af off.forbrug)	60	61	0
Offentlige investeringer	84	84	0
Indkomstoverførsler	388	386	2
Øvrige udgifter, herunder corona-pakker	183	172	11
Nettorenteindtægter i off. sektor	7	8	1
<b>Saldo</b>	<b>-93</b>	<b>-27</b>	<b>67</b>

Anm.: Bidrag til forskel i saldo er ændringer i de enkelte posters bidrag til forbedringen af den offentlige saldo. En stigning i indtægter forbedrer saldoen, mens et fald i udgifter ligeledes forbedrer saldoen.

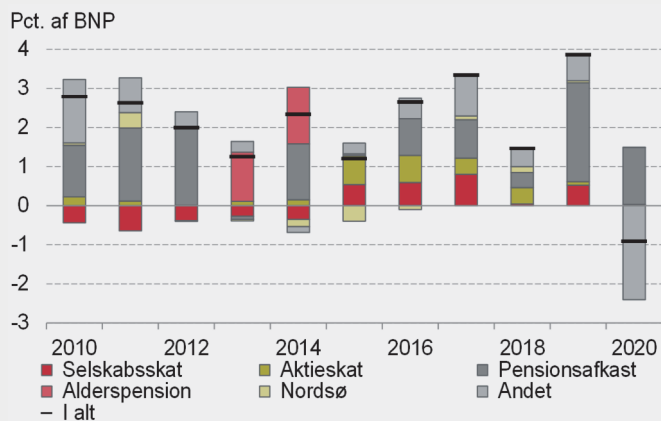
Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

### Underskuddet i 2020 blev 1 pct. af BNP større end skønnet før corona

Den relativt beskedne påvirkning af de offentlige finanser af covid-19 kan også illustreres ved at sammenligne skønnet for de offentlige finanser før covid-19 ramte dansk økonomi i foråret 2020 med de realiserede tal. Den økonomiske politik for det kommende år beslutes, når finansloven for det kommende år bliver vedtaget. Det første skøn for den offentlige saldo, der indarbejder den vedtagne finanslov udarbejdes af Finansministeriet i Økonomisk Redegørelse i december. Underskuddet i 2020 blev kun 1 pct. af BNP større end skønnet i finansloven for 2020, jf. figur II.63.

**FIGUR II.63 FEJLSKØN FOR DEN OFFENTLIGE SALDO**

Den realiserede opgørelse er de fleste år blevet bedre end skønnet i december. Det er særligt pensionsafkastskatten, der i mange tilfælde har forbedret den realiserede saldo hos Danmarks Statistik i forhold til det skønnede.



Anm.: Der har været tilsvarende fejlskøn i forskellige udgaver af Dansk Økonomi efterår. Der er dog her vist Finansministeriets skøn fra december, da de bygger på den faktisk vedtagne finanslov, mens Dansk Økonomi, efterår bygger på forslaget til finanslov.

Kilde: Finansministeriet Økonomisk Redegørelse december diverse år-gange og Danmarks Statistik, ADAM's databank.

**10 ud af de seneste 11 år har skøn for offentlige finanser været for pessimistisk**

Dette kan ses i sammenhæng med, at saldoen er blevet bedre end ventet igennem en længere periode. I en længere årrække er Danmarks Statistiks opgørelse af den offentlige saldo blevet bedre, end det var skønnet i december måned året før. Det var særligt en række poster knyttet til de finansielle markeder, der har givet et større provenu, særligt aktieindkomstskatten og pensionsafkastskatten, jf. figur II.63. Det er kun i 2020, at den realiserede offentlige saldo er blevet svagere end skønnet i december året før, hvilket som nævnt er drevet af udgifter relateret til covid-19, hvor udgifter til hjælpepakker har øget udgifterne. Modsat har trukket, at pensionsafkastskatten gav et højere provenu end forventet. Nedjusteringen af saldorskønnet i 2020 er dog relativt begrænset set i forhold til opjusteringerne i de ti tidligere år.

## UDVIKLINGEN I HJÆLPE- OG LIKVIDITETSPAKKER

**Besluttet mange  
hjælpe- og  
likviditetspakker  
det seneste år**

Dette afsnit giver en status på de besluttede hjælpe- og likviditetspakker under covid-19. Der gives først en status på de største hjælpepakker og derefter de største likviditetspakker. Da covid-19 for alvor ramte Danmark i marts 2020 med nedlukninger af aktiviteten, blev der gennemført en række tiltag, der skulle understøtte dansk økonomi. Der blev gennemført en lang række hjælpepakker, der gav direkte støtte til virksomheder, der var direkte ramt af nedlukninger eller af andre årsager havde en nedgang i omsætningen. Udover den direkte støtte blev der også gennemført en række tiltag, der skulle tilføre de danske virksomheder yderligere likviditet.

### Udviklingen i hjælpepakker

**Hjælpepakkerne har  
medført færre  
udgifter end  
oprindeligt antaget**

Det har i sagens natur været meget vanskeligt at skønne over udgifterne til hjælpepakker, da de helt afhang af, hvor alvorlig krisen blev. Samlet set har de større hjælpeordninger medført væsentligt færre udgifter, end det oprindeligt blev antaget, på trods af de blev genindført i december 2020. Det er kun udgiften til lønkompensation, hvor udgifterne er blevet større end skønnet i juni 2020. I juni 2020 var der skønnet samlede udgifter til lønkompensation, kompensation til selvstændige og kompensation for faste omkostninger på 92 mia. kr., hvor de aktuelt udbetalte kompensationer udgør ca. 36½ mia. kr., jf. tabel II.8.

**TABEL II.8 UDGIFTER TIL DE STØRSTE HJÆLPEPAK-  
KER**

Udgiften til kompensation for faste omkostninger og selvstændige er blevet væsentligt mindre end først antaget.

	Juni 2020	Seneste opgørelse
	-----	Mia. kr. -----
Lønkompensation	12,4	16,7
Faste omkostninger	65,3	10,6
Selvstændige	14,1	9,1
I alt store hjælpepakker	91,8	36,4

Anm.: Der er kun medtaget de tre største hjælpepakker.

Kilde: Baggrundsnotat Den Økonomiske Situation og den økonomiske politik i lyset af coronakrisen, Erhvervsstyrelsens opgørelse fra 17. maj.

#### Første hjælpepakker var generelle

Hjælpepakker der blev indført i foråret 2020, kunne bruges af alle virksomheder, uanset om de var påvirket af restriktioner på at holde åbent eller ej. Næsten alle virksomheder kunne anvende lønkompensationsordningen, mens kompensation for faste omkostninger og kompensation til selvstændige forudsatte, at der var et fald i omsætningen, der oversteg en vis andel af den historiske omsætning. Når alle virksomheder var omfattet, uanset om de var ramt af restriktioner eller ej, skal det ses i lyset af, at hjælpepakkerne blev udformet meget hurtigt, hvilket kunne gøre det vanskeligt at målrette ordningerne mod virksomheder, der rent faktisk var omfattet af restriktioner. Langt hovedparten af alle udgifter til hjælpepakker vedrører denne tidlige fase. For en oversigt over ændringer i de største hjælpepakker se boks II.13.



**BOKS II.13 UDFORMNING AF HJÆLPEPAKKER OVER TID**

Der har været en række forskellige hjælpepakker i løbet af coronapandemien. De tre største har været lønkompensation, kompensation til selvstændige og kompensation for faste omkostninger. Udformningen af disse ordninger har varieret over tid.

*Lønkompensation*

Fra 9. marts til 31. august var lønkompensation åben for næsten alle virksomheder, der stod over for at afskedige en stor andel af deres ansatte. Staten ydede kompensation til en del af lønnen for de ansatte mod at der ikke blev afskediget medarbejdere mens ordningen blev anvendt.

I perioden fra 1. september til 8. december var der kun adgang til lønkompensation for tvangslukkede virksomheder og virksomheder ramt særligt af restriktioner direkte eller indirekte.

Fra 9. december til 30. juni blev lønkompensation igen genåbnet på samme vilkår som i den første periode.

Fra 1. juli 2021 er der kun adgang for virksomheder, der er tvangslukkede.

*Kompensation for selvstændige*

Fra 9. marts var der adgang til selvstændige, der havde en omsætningsnedgang på mindst 30 pct. for perioden 9. juli til 31. august kunne der dog kun opnås kompensation for en måned.

For perioden 1. september til 8. december var der kun adgang for tvangslukkede virksomheder og virksomheder ramt særligt af restriktioner direkte eller indirekte.

9. december til 30. juni 2021 er ordningen blevet genåbnet for alle selvstændige igen.

Fra 1. juli til 30. september 2021 er der adgang til kompensation for selvstændige, men kravet til fald i omsætningen hæves til 45 pct.

*Kompensation for faste omkostninger*

Fra 9. marts var der adgang til kompensation for faste omkostninger for virksomheder, der havde en omsætningsnedgang på mindst 30 pct.

For perioden 9. juli til 8. december var der kun adgang for tvangslukkede virksomheder og virksomheder ramt særligt af restriktioner direkte eller indirekte.

9. december til 30. juni 2021 er ordningen blevet genåbnet for alle virksomheder igen.

Fra 1. juli til 30. september 2021 er der adgang til kompensation for alle virksomheder, men kravet til fald i omsætningen hæves til 45 pct.

**I efteråret 2020 blev generelle hjælpepakker erstattet af målrettede**

Efter sommeren 2020 blev de generelle hjælpepakker erstattet af målrettede hjælpepakker, der kun blev givet til virksomheder, der var omfattet af restriktioner på at holde åbent. Restriktioner skulle dog fortolkes forholdsvis bredt, således kunne de lukkede grænser også være en restriktion for enkelte virksomheder. Virksomheder, der var omfattet af restriktioner, kunne fortsat få adgang til både lønkompensationsordningen, kompensation for faste omkostninger og kompensation for selvstændige. Øvrige virksomheder fik dog i stedet for lønkompensationsordningen mulighed for at anvende en midlertidigt udvidet arbejdsfordelingsordning, der kunne bruges i op til fire måneder, hvis der var søgt før nytår 2020. Ordningen blev anvendt af mellem 9 og 11 tusind personer i perioden december 2020 og februar 2021, mens der er et lavere antal personer på ordningen før og efter dette tidspunkt.

**Anden bølge af nedlukning medførte genåbning af de generelle hjælpepakker**

I december 2020 valgte regeringen igen at lukke store dele af aktiviteten i Danmark ned. Denne nedlukning blev fulgt af en fornyet adgang til hjælpepakkerne for alle virksomheder. Der var altså ikke længere den fokusering af hjælpepakkerne på virksomheder, der var ramt af restriktioner, som der havde været i perioden fra september til starten af december. Det har dog vist sig, at trækket på hjælpepakkerne i forbindelse med den anden bølge af nedlukninger er lavere, end det var tilfældet i forbindelse med den første nedlukning.

**Hjælpepakker svækker de offentlige finanser mindre end den direkte udgift**

Udgifterne til hjælpepakker er opgjort som de direkte udgifter til de forskellige kompensationsordninger. Belastningen af de offentlige finanser er imidlertid væsentligt mindre end den direkte udgift. Det skyldes, at der skal betales skat af de kompensationer, der udbetales som lønkompensation eller for de faste omkostninger for virksomhederne. Her til kommer blandt andet, at udbetalingen af lønkompensation og kompensation til selvstændige har sikret nogle husholdninger en højere indtægt, end de ellers ville have haft, og derved har de kunne opretholde et større forbrug, hvorved der er kommet større indtægter i form af moms og afgifter. Udover de mere mekaniske effekter på skatteindtægterne kan hjælpepakkerne også have stabiliseret dansk økonomi, og dette kan have forhindret et endnu større tilbageslag. Virksomheder der har modtaget støtte til faste omkostninger kan for eksempel have haft et højere investeringsniveau, end de alternativt ville have haft i fravær af kompensationsordninger. Og ledigheden kunne være steget mere med afledte negative konsekvenser for de offentlige finanser.

**Status for likviditetstiltag**

**Likviditetstiltag har suppleret hjælpepakkerne**

Tilskuddene til virksomheder er suppleret af en række likviditetstiltag, hvor de to største var forlængelse af kredittider for betaling af moms og A-skatter. Alle virksomheder var som udgangspunkt omfattet af disse

likviditetstiltag, da betalingsfristerne blev forlænget for alle, uanset om der var en nedgang i omsætningen eller ej. Der skulle heller ikke søges om at få adgang til den ekstra likviditet. Det var dog ikke alle virksomheder, der havde behov for den ekstra likviditet. I lyset af virksomheder kunne blive tvunget til at placere den ekstra likviditet i pengeinstitutterne til en negativ rente, så blev det samtidigt med vedtagelsen af likviditetspakkerne valgt at forhøje loftet for, hvor meget virksomheder kan have stående på skattekontoen, hvor virksomhederne skal indbetale deres skatter. Normalt var der et lavt loft for, hvor meget virksomhederne måtte have stående på denne konto, hvorfor en udskydelse af betalingsfrister for virksomheder uden likviditetsproblemer ville medføre de skulle øge deres indestående i pengeinstitutterne til negative renter. Med det højere loft på skattekontoen undgås det, at nogle virksomheder får ekstraudgifter til negative renter som følge af udskydelsen af betalingsfristerne.

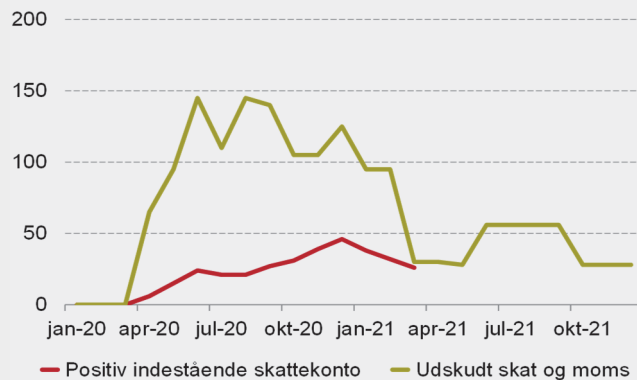
#### Stigende indestående på skattekonto

Virksomhedernes indestående på skattekontoen har været stigende i løbet af det sidste år, jf. figur II.64. Det kan antyde, at der i løbet af perioden har været et faldende behov for likviditet i hvert fald hos en del af de danske virksomheder. Fremadrettet er de forlængede betalingsfrister ved at blive udfaset, der er dog besluttet en yderligere udskydelse af betalingsfrister for A-skat, der normalt skulle betales i maj og juni.

**FIGUR II.64 UDSKUDTE BETALINGSFRISTER**

Betalingsfrister har givet betydelig ekstra likviditet til virksomhederne.

Mia. kr.



Kilde: Bankerne er klar til udløb af statslig likviditetsstøtte, analyse nr. 10, Danmarks Nationalbank, april 2021.

## FORLÆNGELSE AF KREDITTIDER FOR MOMS OG A-SKAT

Der er af flere omgang givet forlængede kredittider for moms og A-skat siden covid-19 ramte Danmark.

Betalingsfristerne for moms er forlænget med en måned for store virksomheder, der betaler moms månedligt. Fristerne blev forlænget for den moms der skulle betales i april, maj og juni med en måned. Efterfølgende blev fristen for betaling af moms for juli forlænget med 15 dage og betalingen af moms for august blev forlænget med 7 dage.

Efterfølgende blev momskredittiderne for små og mellemstore virksomheder forlænget. De små virksomheder fik udskudt fristen for indbetaling af moms for 1. halvår 2020 fra 1. september 2020 til 1. marts 2021. De mellemstore virksomheder fik udskudt fristen for betaling af moms, vedrørende 1. og 3. kvartal 2020 med 3 måneder.

I marts 2020 blev betalingsfristen for A-skat for april, maj og juni 2020 udskudt med 4 måneder.

I maj 2020 blev betalingsfristerne for A-skat vedrørende august forlænget med 4½ måned, mens fristen for september blev forlænget med 5½ måned og fristen for oktober blev forlænget med 6½ måned.

I april 2021 blev betalingsfristerne for A-skat for maj udskudt med 4½ måned, mens betalingen for juni blev udskudt med 6½ måned.

### De forlængede kredittider erstattes af lånemuligheder

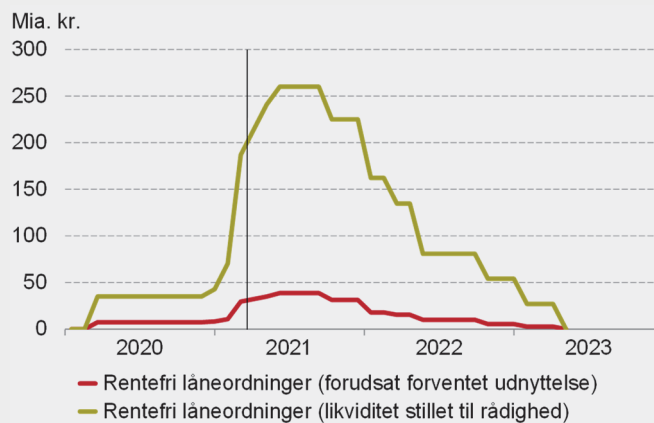
De forlængede kredittiderne for moms og A-skat er ved at blive udfaset, men de sidste forlængede kredittider for A-skatter udløber først i januar 2022. Der var dog oprindeligt udsigt til en forholdsvis hastig opstramning af likviditeten for virksomhederne. Det kan have givet anledning til bekymring om nogle virksomheder, der har været særligt påvirket af restriktioner i løbet af det sidste år, ville være i stand til umiddelbart at skaffe finansiering for denne likviditet. Derfor er det besluttet, at give adgang til nogle rentefrie låneordninger. Alle virksomheder der betaler moms kvartalsvis eller halvårligt kan som udgangspunkt låne de indbetalinger af moms, som de skulle betale den 1. marts 2020 og 2021. Derudover er der mulighed for alle virksomheder til at låne de A-skatter, som de skal indbetale i februar, inklusiv de skatter der er udskudt til februar, april, og de skatter der var udskudt til maj måned.

### Låneordningerne anvendes mindre end de forlængende kredittider

Det er dog langt fra alle virksomheder, der anvender adgangen til de nye låneordninger. Det skal formentligt ses i lyset af, at en del virksomheder ikke har behov for yderligere likviditet – selvom den tilbydes på fordelagtige vilkår. Derfor er der på alle låneordninger indtil 21. april kun søgt om lån for ca. 28,7 mia. kr. I de første låneordninger, der blev tilbudt i foråret 2020 blev der oprindeligt søgt om lån svarende til godt 20 pct. af det, der kunne søges om. Der kan endnu ikke søges om de sidste låneordninger, men her er det forudsat, at udnyttelsesgraden falder til 10 pct., jf. figur II.65.

**FIGUR II.65 ANVENDELSE AF LÅNEORDNINGER**

Det var muligt for virksomhederne at få lån for 260 mia. kr. på de nye låneordninger, men det ventes, at der kun blive søgt om lån for knap 40 mia. kr. i alt.



Anm.: Likviditet stillet til rådighed dækker over det maksimale beløb der kan lånes under ordningerne. Forudsat forventet udnyttelse dækker over den faktiske (eller forventede) anvendelse af ordningerne.

Kilde: Rapport fra den økonomiske ekspertgruppe vedrørende udfasning af hjælpepakker II, maj 2021.

### Den statslige likviditet medfører en forøget kreditrisiko for staten

De forlængede kredittider blev givet til alle virksomheder. Der var altså ingen screening, der skulle søge at mindske de statslige tab ved at give en længere kredit for skatter og moms. I de nye låneordninger foretages der ingen egentlig kreditvurdering af de virksomheder, der ansøger om lån fra staten. Det søges dog at sortere de aller mest risikable låntagere fra. Virksomheder skal opfylde nogle få betingelser for at få lån, og virksomheder nægtes lån, hvis de blandt andet er under konkursbehandling,

rekonstruktionsbehandling, likvidation eller tvangsopløsning. Virksomheder der i forvejen har skyldig gæld til det offentlige kan godt få lån, men i givet fald anvendes lånet til at afdrage på de eksisterende lån til det offentlige.

#### MULIGHED FOR AT UDSKYDEMOMS OG A-SKAT

Mellemstore virksomheder kunne låne den moms de indbetalte i marts 2020. Fristen for tilbagebetaling af dette lån var oprindeligt 1. april 2021, men blev efterfølgende forlænget til 1. november 2021.

Små og mellemstore virksomheder kan låne den moms, de indbetaler 1. marts 2021. Lånet skal tilbagebetales 1. februar 2022.

Mellemstore virksomheder har mulighed for at låne den moms, de skal indbetale 1. juni 2021. Lånet skal betales tilbage 1. november 2022.

Små og mellemstore virksomheder kan låne de A-skatter, de skulle betale for månederne august og december 2020. Lånet skal betales tilbage 1. november 2021.

Alle virksomheder kan låne de A-skatter, de skulle betale i februar og marts 2021. Fristen for tilbagebetaling er februar 2022.

Alle virksomheder kan låne A-skat for april og maj 2021. Lånet vedrørende april skal tilbagebetales 1. november 2022, mens lånet for maj skal tilbagebetales den 1. maj 2023.

**Likviditetspakkerne er kun langsomt under udfasning**

De forlængede betalingsfrister skulle oprindeligt kun løbe i en kort periode i 2020, men de blev forlænget og er i løbet af 2021 ved at blive erstattet af nye lånemuligheder. Udfasningen går langsomt, og ved udgangen af 2021 ventes staten fortsat at stille ekstra likviditet til rådighed for virksomheder på ca. 60 mia. kr.

#### Garanti og låneordninger

**Garanti og lånepakker var et supplement til hjælpepakker**

I løbet af foråret 2020 blev der indført en række låne og garantiordninger, der var et supplement til virksomheder, der enten var særligt trængt af fald i omsætning eller var nye virksomheder, der endnu ikke havde nogen væsentlig omsætning i 2019.

**GARANTIORDNINGER I VÆKSTFONDEN**

Garantiordning for SMV'er giver lån til SMV'er med en statsgaranti på op til 90 pct. af pengeinstitutternes udlån. Der kan ydes lån til virksomheder der har haft en omsætningsnedgang under coronakrisen. Pengeinstitutterne skal betale en garantipræmie, men der er et subsidie i forbindelse med ordningen. Ordningen er ændret ad flere omgange.

Garantiordning til store virksomheder kan give garanti for pengeinstitutternes lån til store virksomheder. Der kan gives garanti for op til 80 pct. af lånene. Der kan kun ydes garantier til virksomheder, der har haft en væsentlig nedgang i omsætningen under coronakrisen. Ordningen skal fungere på markedsvilkår, så de garantipræmier, pengeinstitutterne betaler, skal svare til de forventede tab i ordningen.

Matchfinansiering til iværksættere og venturevirksomheder ydes til virksomheder, der ikke har mulighed for at opnå banklån selv under normale omstændigheder. Ordningerne skal hjælpe med at skaffe finansiering, hvis private investorer trækker sig ud af markedet under coronakrisen. Der er et betydeligt subsidieelement i ordningerne.

**Garantiordninger anvendt i mindre omfang end forudsat**

I forbindelse med vedtagelsen af garantiordningerne var der en stor usikkerhed omkring anvendelsen af de garantier, der blev stillet til rådighed. Det har vist sig, at særligt lån til virksomheder med delvis statsgaranti fra Vækstfonden kun er blevet anvendt i begrænset omfang. Således er det garanterede beløb kun på knap 10 pct. af den ramme, der oprindeligt blev afsat til garantier for SMV'er, jf. tabel II.9. Det begrænsede træk kan skyldes flere forhold. For det første kan krisen være blevet mindre dyb, end det først var antaget, hvilket også kan forklare, hvorfor trækket på hjælpepakkerne er blevet mindre, end det blev antaget i første halvår af 2020. For det andet er der også stillet statslig likviditet til rådighed via forlængede betalingsfrister for moms og A-skatter. Disse statslige kreditter var rentefrie modsat statsgaranterede lån i pengeinstitutterne, så det er naturligt, at virksomheder, der kunne undgå, det ikke trak på lån i pengeinstitutter.

**TABEL II.9 UDNYTTELSE AF GARANTI OG LÅNEORDNINGER, MIA. KR.**

Garanti- og matchfinansieringsordninger i Vækstfonden er blevet udnyttet mindre end ventet.

	Samlet ramme	Godkendte garantier og lån	Tab ifølge Statsregnskabet
	----- Mia. kr. -----		
Garantiordning for SMV'er i Vækstfonden	16,9	1,6	8,4
Garantiordning for større virksomheder i Vækstfonden	25,0	4,9	0,0
Covid-19-matchfinansieringsordning til iværksættere i de tidlige faser	2,9	2,3	0,7
Covid-19-matchfinansieringsordning til venturevirksomheder	1,6	0,9	0,6
I alt	46,4	9,8	9,6

Anm.: Samlet ramme dækker over det maksimale beløb, der kan stilles garantier for eller ydes matchfinansiering for. Der stilles kun garanti for en del af lånet i pengeinstitutter, således at de samlede udlån med garantier være større end den samlede ramme. Godkendte garantier omfatter aktive garantier samt garantier, der afventer virksomhedens godkendelse. Godkendte lån omfatter udbetalte samt bevilgede lån. Tab ifølge Statsregnskabet er det beløb, der fremgår som tab ifølge Statsregnskabet, og ikke det faktisk realiserede tab på garantier og lån.

Kilde: Rapport fra den økonomiske ekspertgruppe vedrørende udfasning af hjælpepakker II, maj 2021 og Statsregnskabet for 2020.

#### Tab må forventes at blive mindre end forudsat

Den mindre anvendelse af garantierne må formodes at medføre mindre tab end det oprindeligt var forudsat, da størrelsen på rammen for garantierne blev vedtaget i foråret 2020. I statsregnskabet er skønnene for tab tilbage fra foråret 2020 imidlertid blevet udgiftsført i 2020, og Danmarks Statistik har anvendt disse oplysninger ved den foreløbige opgørelse af den offentlige saldo i nationalregnskabet. Derved er underskuddet i 2020 i Danmarks Statistiks foreløbige opgørelse isoleret set for højt, da der ventes mindre tab på garantierne. Det er usandsynligt med tab på 8,4 mia. kr. på garantier til SMV'er, når der kun er godkendt garantier for 1,6 mia. kr.



## II.8 DE OFFENTLIGE FINANSER FREM MOD 2025

### Indhold i afsnittet

Afsnittet indledes med en beskrivelse af udviklingen i den offentlige saldo og den offentlige gæld frem mod 2025. Efterfølgende foretages en mere detaljeret beskrivelse af væksten i det offentlige forbrug i 2020 og 2021, som er påvirket af en række midlertidige forhold. Dernæst afrapporteres udviklingen i den strukturelle saldo frem mod 2025. Fremskrivningen af den strukturelle saldo viser underskud i både 2020 og 2021, som er større end underskudsgrænsen i budgetloven, hvorfor der i afsnittet er en diskussion af den strukturelle saldo og budgetloven.

### Forudsætninger for fremskrivningen

Boks II.14 præsenterer de nærmere forudsætninger for fremskrivningen. Forudsætningerne om de offentlige finanser i et alternativt scenarie, der er baseret på ugunstige coronaforudsætninger er beskrevet i afsnit II.6.

### BOKS II.14 FREMSKRIVNINGSPRINCIPPER FOR OFFENTLIGE FINANSER

Fremskrivningen af de offentlige finanser tager udgangspunkt i vedtaget politik. Det indebærer, at der indarbejdes den gældende lovgivning på skatteområdet og overførselsstatser.

- I 2021 følger det nominelle offentlige forbrug regeringens skøn fra Danmarks Konvergensprogram 2021 tillagt den ikke udmøntede del af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19. I årene 2022-24 afspejler væksten i det offentlige forbrug udviklingen i udgiftslofterne inklusiv reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19.
- De offentlige investeringer følger i 2021 og 2022 regeringens skøn fra Danmarks Konvergensprogram 2021. Fra 2023 og frem forudsættes investeringerne at udgøre en konstant andel af BNP svarende til et gennemsnit for perioden 2010-19.
- For *Aftalen om en ny ret til tidlig pension* er indarbejdet de udgiftsmæssige konsekvenser, mens indtægterne vedrørende selskabsskatter ikke er indarbejdet, da det ikke vurderes, at der er en konkret model for implementeringen af blandt andet samfundsbidraget fra den finansielle sektor.
- Det er valgt at følge Finansministeriets skøn for udgifter til hjælpepakker og compensation til minkavlere. I 2020 viste Finansministeriets første skøn for udgifter til hjælpepakker sig dog at være for store.
- Det er forudsat, at hovedparten af udgifterne knyttet til minkkompensationer mv. bliver udgiftsført af Danmarks Statistik i 2021, mens mindre beløb allerede er udgiftsført i 2020.
- Rammeaftalen om sommer- og erhvervspakke samt udfasning af hjælpepakker, der blev indgået den 19. maj er ikke indarbejdet. Isoleret set vil denne aftale reducere væksten i det offentlige forbrug i 2021 i forhold til denne fremskrivning. Det modsvares af en stigning i øvrige offentlige udgifter, og aftalen om sommerpakke vil være neutral for den offentlige saldo.

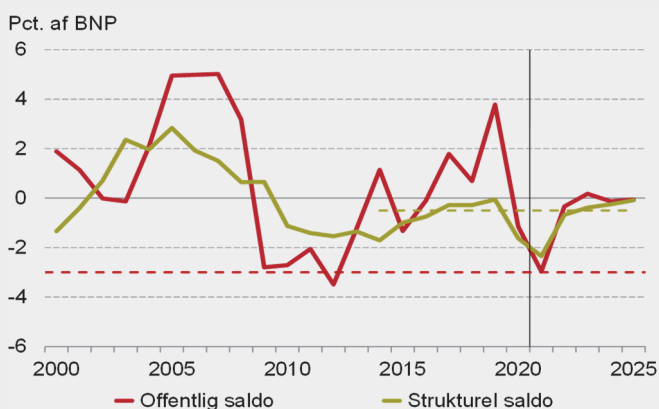
## FAKTISKE SALDO OG GÆLD MOD 2025

Både saldo og gæld er påvirket af midlertidige forhold

Den faktiske saldo er påvirket af en række midlertidige udgifter og indtægter i 2020 og 2021, der samlet set har svækket saldoen midlertidigt, jf. figur II.66. Gælden er udover udviklingen på saldoen også påvirket af en række forskellige tiltag, hvor de normale betalingsfrister har været forlænget, hvilket påvirker ØMU-gælden. I det følgende beskrives først udviklingen i den offentlige saldo mod 2025 og derefter udviklingen i gælden mod 2025.

**FIGUR II.66 DEN OFFENTLIGE SALDO MOD 2025**

Der ventes et stort underskud på den offentlige saldo i 2021 på 3 pct. af BNP, men omtrent balance fra 2023.



Anm.: Den røde stiplede linje angiver grænsen for underskuddet i Stabilitets- og Vækstpagten på 3 pct., som den faktiske saldo skal overholde. Den grønne stiplede linje angiver grænsen fra budgetloven, som den strukturelle saldo skal holde sig over ved fremsættelsen af forslaget til finanslov for det kommende år. Den strukturelle saldo er beregnet efter budgetlovens metode.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Udviklingen i saldoen fra 2020 til 2021

Den faktiske saldo svækkes i 2021

Underskuddet er foreløbigt opgjort til 1,1 pct. af BNP i 2020, og underskuddet var dermed mindre end 3 pct. af BNP, der er grænsen for de maksimale faktiske underskud i Stabilitets- og Vækstpagten. Det ventes, at underskuddet øges fra 2020 til 2021, så underskuddet bliver på 3 pct. af BNP, jf. tabel II.10. Svækkelsen skønnes dog at være midlertidig og er drevet af særlige forhold, og allerede fra 2022 ventes den

offentlige saldo at blive forbedret markant. Frem mod 2025 forbedres den offentlige saldo yderligere til omtrent balance.

**Stigning i underskud i 2021 drives af faldende indtægter**

Når underskuddet stiger fra 2020 til 2021, skyldes det primært, at indtægterne falder som andel af BNP, mens udgifterne er stort set uændrede. Faldet i indtægterne skyldes hovedsageligt, at indtægterne fra pensionsafkastskatten skønnes reduceret med godt 1½ pct. af BNP fra 2020 til 2021. Indtægterne fra personskatterne falder også lidt, hvilket skal ses i sammenhæng med, at der ventes færre indtægter fra skatter knyttet til udbetaling af feriepenge i 2021 end i 2020, da der blev udbetalt skat vedrørende tre ugers feriepenge i 2020, mens der i år kun udbetales skat knyttet til to ugers feriepenge. Det skønnede fald i pensionsafkastskatten og indtægter fra feriepenge kan forklare stigningen i underskuddet fra godt 1 pct. af BNP i 2020 til godt 3 pct. af BNP i 2021.

**Udgifter knyttet til hjælpepakker er omtrent uændrede fra 2020 til 2021**

Når udgifterne ikke falder fra 2020 til 2021, skyldes det, at der fortsat er betydelige udgifter knyttet til covid-19 i 2021. De samlede udgifter til hjælpepakker skønnes i Danmarks Konvergensprogram 2021 at være stort set på samme niveau i 2020 og 2021, og de indgår i posten øvrige udgifter i tabellen. Derudover har Danmarks Statistik også udgiftsført udgifter i 2020 knyttet til tab på standardiserede garantier, der er givet i forbindelse med forskellige låne- og garantiordninger, der blev indført i kølvandet på coronakrisen, jf. afsnit II.7. Disse udgifter falder bort i 2021, men modsvares af næsten tilsvarende udgifter til kompensationer til minkavlere. Disse poster er også placeret under posten øvrige udgifter.

**Udgifter til offentligt forbrug stiger fra 2020 til 2021**

Udgifterne til offentligt forbrug stiger fra 24,8 pct. af BNP i 2020 til 25,1 pct. af BNP i 2021. Der er ekstra udgifter til offentligt forbrug knyttet til covid-19 i både 2020 og 2021, hvilket blandt andet dækker over udgifter til køb af vacciner og udgifter til testning for covid-19. Der er dog forudsat lidt færre covid-19 relaterede udgifter til offentligt forbrug i 2021, så faldet i disse ekstra udgifter reducerer isoleret set det offentlige forbrug fra 2020 til 2021. I modsat retning trækker, at der var et mindre forbrug under udgiftslofter i 2020 for udgifter ikke relateret til covid-19. Det forudsættes, at der ikke er noget mindreforbrug i 2021, hvorfor forbruget som andel af BNP øges, og der forventes en markant realvækst fra 2020 til 2021, jf. nedenfor.

TABEL II.10 HOVEDPOSTER PÅ DEN OFFENTLIGE SALDO

Der er store udsving på den offentlige saldo i disse år, hvilket primært er drevet af midlertidige forhold knyttet til den igangværende pandemi.

	2020	2021	2022	2025
	----- Pct. af BNP -----			
Personskatter mv. <sup>a)</sup>	25,0	24,5	23,6	23,8
Aktieskat	1,0	1,0	0,9	0,9
Selskabsskat	2,6	2,5	2,5	2,5
Nordsøbeskatning	0,0	0,0	0,1	0,2
Pensionafkastbeskatning	2,1	0,5	0,9	0,8
Afgifter <sup>b)</sup>	15,8	15,7	15,6	15,4
Øvrige indtægter	4,3	4,4	4,5	4,7
Indtægter i alt <sup>c)</sup>	50,9	48,6	48,2	48,3
Offentligt forbrug <sup>d)</sup>	24,8	25,1	24,4	24,5
Offentlige investeringer <sup>e)</sup>	3,6	3,6	3,6	3,5
Indkomstoverførsler	16,6	16,2	15,5	15,8
Øvrige udgifter <sup>f)</sup>	7,4	7,1	5,4	4,7
Udgifter i alt <sup>c)</sup>	52,4	52,0	48,9	48,5
Primær saldo	-1,5	-3,4	-0,7	-0,2
Nettorenteindtægter	0,3	0,5	0,4	0,1
Offentlig saldo	-1,1	-3,0	-0,3	-0,1
Strukturel saldo <sup>g)</sup>	-1,6	-2,3	-0,7	-0,1
ØMU-gæld	39,6	39,6	40,6	42,8
	----- Mia. kr. -----			
Offentlig saldo	-26,7	-71,2	-8,5	-1,6
	----- Realvækst, pct. -----			
Off. forbrug ekskl. afskrivninger	-0,1	3,9	0,0	0,6
Off. investeringer ekskl. F&U	11,8	3,9	6,0	1,5

- a) Personskatter mv. omfatter kildeskatter, herunder ejendomsværdiskat, arbejdsmarkedsbidrag, husholdningernes vægtafgift og andre personlige indkomstskatter.
- b) Posten omfatter foruden moms og punktafgifter blandt andet grundskyld.
- c) Indtægter og udgifter i alt er ekskl. renter.
- d) Offentligt forbrug er inkl. afskrivninger (som også indgår på indtægtssiden i posten Øvrige indtægter).
- e) Offentlige investeringer er inkl. udgifter til forskning og udvikling.
- f) Posten indeholder blandt andet subsidier og kapitaloverførsler.
- g) Strukturel saldo er opgjort efter budgetlovens metode.
- Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Udviklingen i saldoen fra 2021 til 2022

#### Indtægterne falder fra 2021 til 2022

De samlede offentlige indtægter som andel af BNP falder lidt fra 2021 til 2022, hvilket i høj grad er drevet af et fald i personskatterne. Faldet i personskatter skyldes primært, at de midlertidige indtægter fra udbetalingen af de indefrosne feriepenge falder bort. Det samlede fald i indtægterne fra personskatter modgås delvist af, at provenuet fra PAL-skatten ventes at stige.

#### Udgifterne falder væsentligt mere end indtægter som andel af BNP

Der er et stort fald i udgifterne som andel af BNP fra 2021 til 2022. Det skyldes dels, at nogle af de midlertidige udgifter falder bort, men også at der ventes en høj nominal BNP vækst i 2022. De offentlige udgifter følger i vid udstrækning de besluttede udgiftslofter og udviklingen i antallet af overførselsmodtagere. En høj nominal vækst i BNP vil således reducere udgifterne som andel af BNP. Indtægterne følger i større udstrækning udviklingen i BNP.

#### Udgifter til offentligt forbrug og øvrige udgifter falder

Udgifterne til offentligt forbrug reduceres med ca. 0,7 pct. af BNP, hvilket ud over den høje vækst i nominelt BNP skal ses i lyset af, at de midlertidige udgifter til covid-19 relateret forbrug forudsættes at falde bort. De ekstra udgifter til covid-19 forudsættes at falde bort i 2022 og eventuelle udgifter til testning, hjælpepakker mv. henover efteråret 2021 og vinteren 2021-22 er forudsat at kunne holdes inden for de eksisterende rammer, herunder de ikke udmøntede dele af reserven til håndtering af udfordringer i lyset af covid-19. De øvrige udgifter falder fra et meget højt niveau, da denne post i 2021 indeholdt blandt andet udgifter til hjælpepakker og kompensation til minkavlere. Niveaue for øvrige udgifter i 2022 er dog fortsat højere end det historiske niveau, da der ventes at blive udbetalt store dele af de ejendomsskatter, som nogle boligejere har betalt for meget på grund af for høje ejendomsvurderinger.

#### De offentlige finanser svækkes, hvis smitteudvikling forværres

Udviklingen i de offentlige finanser forudsætter en forholdsvis gunstig smitteudvikling, hvor der ikke kommer væsentlige restriktioner på aktivitet efter sommeren 2021. Udvikler epidemien sig mere negativt vil det have en negativ betydning for de offentlige finanser, hvor den lavere aktivitet medfører færre indtægter fra skatter og afgifter. Der er også en risiko for, at der bliver øgede udgifter til f.eks. sundhedsrelaterede områder. Det er dog i scenariet med ugunstige forudsætninger om coronaudviklingen i afsnit II.6 teknisk antaget, at udgifterne holdes inden for de eksisterende rammer.

#### Genopretningsplan i EU giver midlertidige ekstra indtægter, ...

Der er i EU indgået en aftale om en genopretningsplan, hvor der overføres en række midler til de enkelte lande, så de kan sætte gang i initiativer, der skal styrke vækst i EU, jf. afsnit II.5. Overførslerne fra EU til Danmark

udgør i alt ca. 11½ mia. kr. og ventes at påvirke de offentlige indtægter frem mod 2025 med de største beløb i starten af perioden. De ekstra midler fra EU indgår i posten øvrige indtægter i tabel II.10.

... men modsvares af tilsvarende udgifter

Der er en række aftaler, der er indgået i løbet det sidste halve år, hvor det var forudsat, at en del af finansieringen kom fra EU's genopretningsfond. De ekstra udgifter, der er afsat i disse aftaler svarer til de forventede beløb Danmark kan modtage fra genopretningsfonden. Disse aftaler er altså neutrale for den offentlige saldo.

På langt sigt skal midlerne fra genopretningsfonden tilbagebetales

De midler EU udbetaler til de enkelte lande er fremskaffet ved låntagning på EU plan. Disse lån skal enten betales tilbage via et højere EU-bidrag i fremtiden eller lavere udgifter i EU. Alternativt kan de aktuelle lån erstattes af nye, hvilket vil indebære en permanent renteudgift for EU.

Lille forbedring af saldo fra 2022 til 2025

Fra 2022 til 2025 forbedres den offentlige saldo fra et underskud på 0,6 pct. af BNP til et underskud på 0,1 pct. af BNP. Langt de fleste indtægts- og udgiftsposter følger BNP-udviklingen fra 2022 til 2025. Forbedringen skyldes derfor primært, at de øvrige udgifter skønnes reduceres som andel af BNP. Dette skyldes, at niveauet for disse udgifter som nævnt er højt i 2022, hvor der ventes tilbagebetalt penge til boligejere.

### Udviklingen i gælden fra 2020 til 2025

ØMU-gælden påvirket af midlertidige forhold, ...

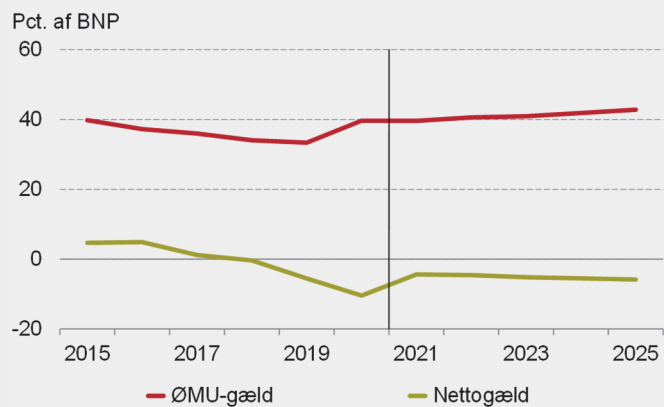
ØMU-gælden steg kraftigt i 2020, men mindre end det gjorde sig gældende efter finanskrisen, jf. afsnit II.7. Det skyldes dels, at der var et underskud på den offentlige saldo, men der var også en række særlige forhold, der trak gælden op. Blandt andet medførte udskydelsen af en række betalingsfrister for moms og A-skatter, at virksomhederne indbetalte mindre i skat og moms i 2020, end de normalt ville gøre, der var også muligheder for at virksomheder kunne få rentefrie lån fra staten. Disse tidsmæssige forskydninger medførte, at både de offentlige aktiver og passiver steg lige meget, men i opgørelsen af ØMU-gælden korrigeres der ikke for denne stigning i aktiverne, hvorfor ØMU-gælden steg relativt meget. Frem mod 2023 normaliseres betalingsfristerne, så det midlertidige bidrag til ØMU-gælden forsvinder.

... gælden dog stabil mod 2025 og under grænsen på 60 pct. af BNP

Frem mod 2025 ventes en ØMU-gæld, der er stort set uændret i forhold til 2020. Det dækker over, at der i de kommende år sker en fortsat indfasning af den nye finansieringsmodel for almene boliger, der øger såvel de offentlige aktiver og passiver, hvilket øger ØMU-gælden. På trods af denne bruttoficering af den offentlige gæld ventes ØMU-gælden at holde en bred margin til grænsen i Stabilitets- og Vækstpagten på 60 pct. af BNP i alle år frem til 2025, jf. figur II.67.

**FIGUR II.67 UDVIKLING I DEN OFFENTLIGE GÆLD FREM MOD 2025**

ØMU-gælden er svagt stigende frem mod 2025, men holder afstand til grænsen på 60 pct. af BNP.



Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

### Nettoformue i alle år mod 2025

Danmark har en ØMU-gæld på godt 40 pct. af BNP frem mod 2025, men på trods af det, så har offentlig forvaltning og service en nettoformue. Det skyldes, at det offentlige har en lang række aktiver, der udgør en væsentlig værdi, jf. afsnit II.7. Det vurderes, at der i 2025 er en forskel på den offentlige nettogæld og ØMU-gælden på ca. 50 pct. af BNP.

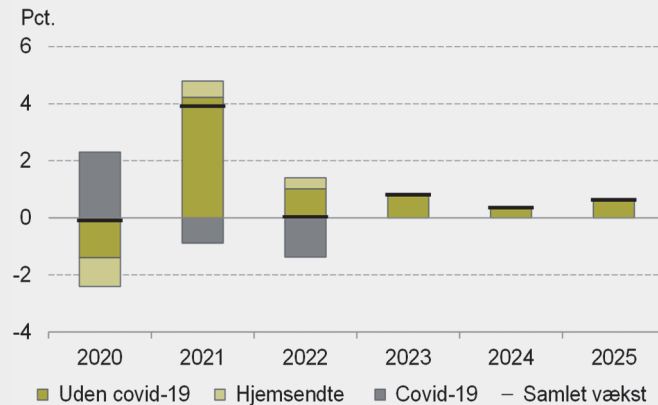
### VÆKSTEN I DET OFFENTLIGE FORBRUG

#### Udvikling i det offentlige forbrug kraftigt påvirket af corona

Udviklingen i det offentlige forbrug er i disse år meget påvirket af særlige forhold knyttet til covid-19, og der er markante udsving i realvæksten fra år til år, jf. figur II.68. Danmarks Statistik har foreløbigt opgjort realvæksten i det offentlige forbrug til -0,1 pct. i 2020, mens realvæksten skønnes til knap 4 pct. i 2021. I 2022 skønnes realvæksten foreløbigt til 0 pct. Dette afsnit forklarer årsagerne til de store udsving i væksten fra år til år. De store udsving skal både ses i sammenhæng med ekstraudgifter, der er afledt af epidemien, mens nedlukninger og hjemsendelser af offentlige ansatte trækker væksten ned i 2020.

**FIGUR II.68 VÆKST I OFFENTLIGT FORBRUG**

Væksten i det offentlige forbrug er stærkt påvirket af midlertidige forhold.



Anm.: Væksten i det offentlige forbrug i figuren er vist uden afskrivninger. Der er således en afvigelse i forhold til væksten i det samlede offentlige forbrug inklusiv afskrivninger. For udgifter til covid-19 er lagt Finansministeriets korrektioner i den strukturelle saldo til grund for hvor store beløb er undtaget for udgiftslofter. Hjemsendte dækker over den skønnede påvirkning af væksten for personer, der ikke har kunnet arbejde hjemme. Uden covid-19 dækker over væksten i udgiftslofter tillagt den ikke-udmøntede del af reserven til håndtering af covid-19.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank, Danmarks Konvergensprogram 2021, regeringen og egne beregninger.

**Udgifter til covid-19 har øget vækst i offentligt forbrug i 2020, ...**

Danmarks Statistik har foreløbigt opgjort realvæksten til -0,1 pct. i 2020 på trods af, at der er blevet afholdt en række betydelige ekstra udgifter til offentligt forbrug, der er direkte afledt af covid-19. Disse udgifter til blandt andet sundhedsvæsenet har således midlertidigt hævet det offentlige forbrug i 2020 med godt 2 pct. set i forhold til 2019.

**... men negativ vækst på andre områder pga. hjemsendelser og nedlukninger**

Når væksten bliver negativ i 2020 hænger det i høj grad sammen med, at dele af den offentlige sektor har været nedlukket, og der har været hjemsendte medarbejdere. Der har særligt i foråret 2020 været hjemsendte medarbejdere i blandt andet daginstitutioner, der ikke kunne arbejde hjemmefra. Det er blevet besluttet i det europæiske statistiksamarbejde, at udgifterne til disse medarbejdere ikke skal tælles med i opgørelsen af det offentlige forbrug i mængder. Der var i foråret 2020 ganske mange hjemsendte medarbejdere, hvilket Danmarks Statistik



isoleret set vurderer reducerer væksten i det offentlige forbrug med ca. 1 pct.point i 2020. Hertil kommer, at store dele af den offentlige sektor afholdt færre udgifter i 2020 end 2019. Dette kan hænge sammen med, at udgifter til blandt andet kurser, seminarer, el, vand mv. har været lavere i enheder, som har været nedlukkede eller enheder med mange hjemsendte medarbejdere.

#### Historisk høj vækst i offentligt forbrug i 2021, hvis hele budgettet bruges

Samlet set forudsættes en realvækst i det offentlige forbrug i 2021 på 3,9 pct. Dette er den højeste realvækst i det offentlige forbrug siden 1993. Det er usikkert om den høje realvækst realiseres, da den bygger på en række forudsætninger. Det er lagt til grund, at offentlige institutioner bruger hele budgettet i 2021, også selvom de har haft hjemsendt medarbejdere i 1. halvår 2021. Det er også lagt til grund, at hele den ikke-udmøntede reserve til håndtering af COVID-19 i Danmarks Konvergensprogram 2021 bliver anvendt til offentligt forbrug.<sup>18</sup> Modsat er det forudsat, at der ikke kommer yderligere offentlige forbrugsudgifter til håndtering af covid-19, end der allerede var medtaget i regeringens skøn i Danmarks Konvergensprogrammet 2021.

#### Mulighed for vækst på 1 pct. i ikke covid-19 relaterede udgifter i 2022

I 2022 skønnes nulvækst i det offentlige forbrug. Dette afspejler dog, at det forventede bortfald af covid-19 relaterede udgifter til tests, vacciner mv. skønnes at reducere væksten med knap 1½ pct.point. Derudover er forudsætningen, at den offentlige sektor er åbnet helt op i 2022, hvorfor de hjemsendtes tilbagevenden til arbejdet skønnes at øge væksten med ca. 0,4 pct.point. På trods af at der samlet set skønnes nulvækst i det offentlige forbrug, så er der mulighed for en vækst på 1 pct. i de ikke-covid-19 relaterede udgifter.

## STRUKTUREL SALDO MOD 2025

#### Indhold i afsnit

I dette afsnit gennemgås først forskellen mellem den faktiske saldo og den strukturelle saldo i denne prognose. I det efterfølgende afsnit beskrives udviklingen i den strukturelle saldo frem mod 2025. Dernæst sammenlignes skønnene i denne prognose med Finansministeriets vurdering af den strukturelle saldo i konvergensprogrammet for 2021. Endelig redegøres for forskellen i skønnene for den strukturelle saldo mellem denne prognose og *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

18) Efter fremskrivningen til denne rapport var færdiggjort, blev der 19. maj indgået en rammeaftale om sommer- og erhvervsplan samt udfasning af hjælpepakker. I denne aftale udmøntes en del af reserven fra Danmarks Konvergensprogram 2021. På baggrund af aftaleteksten vurderes det, at dele af de udmøntede midler vedrører udgifter, der ikke er offentligt forbrug.

**Strukturel saldo tager højde for konjunkturudsving**

Den faktiske offentlige saldo svinger kraftigt med konjunkturudviklingen. I en højkonjunktur med få ledige og højt forbrug vil den faktiske saldo blive positivt påvirket af lave udgifter til overførselsindkomster og store indtægter fra skat og moms. Det modsatte vil gøre sig gældende i en lavkonjunktur. Derfor er den faktiske saldo ikke egnet til at vurdere den underliggende stilling for de offentlige finanser. Der ses i stedet på den strukturelle saldo, hvor der tages højde for betydningen af konjunkturen og visse andre indtægtsposter, der kan svinge meget fra år til år.

### DEN STRUKTURELLE SALDO

Den faktiske offentlige saldo svinger meget med konjunkturerne og andre forhold, hvilket gør det svært at anvende den faktiske saldo til at vurdere den underliggende stilling på de offentlige finanser. Derfor anvendes den strukturelle saldo.

I den strukturelle saldo søges det at korrigere for konjunkturerne betydning for den faktiske saldo. Det gøres ved at tage udgangspunkt i, hvor meget konjunkturerne historisk har bidraget til den faktiske saldo. Derudover korrigeres der også for midlertidige udsving i nogle særlige skatter, der kan svinge meget. Det gælder f.eks. indtægter fra pensionsafkastskatten og nordsøbeskatningen.

Det er ikke muligt at observere det sande konjunkturbidrag til den faktiske saldo, så det er nødvendigt at beregne dette bidrag. Derfor er den strukturelle saldo en beregnet størrelse, hvor den sande stilling aldrig kan observeres – heller ikke for de historiske år.

### Overgang fra faktisk til strukturel saldo

**Mange forskellige forhold bidrager til forskelle på faktisk og strukturel saldo**

Det er langt fra kun konjunkturerne, der betyder noget for forskellen på den faktiske og strukturelle saldo. Der er en række poster, hvor der beregnes et strukturelt provenu, som indgår i beregningen af den strukturelle saldo. I det enkelte år kan der dog være væsentlige afvigelser mellem det strukturelle niveau for indtægterne fra eksempelvis pensionsafkastskatten og det faktiske provenu. Sådanne forskelle vil forbedre eller forværre den faktiske saldo i forhold til den strukturelle saldo. I tabel II.11 er vist bidrag fra enkelte forhold til den faktiske saldo i forhold til den strukturelle saldo.

**Konjunkturerne trækker ned i den faktiske saldo i 2020**

I 2020 var ledigheden lidt over sit strukturelle niveau, og produktionen er lidt under det strukturelle niveau. Der var altså aktuelt en lavkonjunktur. Denne lavkonjunktur gjorde, at der kommer lidt færre indtægter

fra indkomstskatter, moms og afgifter, end der ville gøre i en neutral konjunktursituation, modsat er udgifterne til dagpenge lidt højere. Det vurderes, at konjunkturerne isoleret set har svækket den offentlige saldo med 0,5 pct. af BNP i 2020. I perioden 2022 til 2024 ventes et lille positivt bidrag fra konjunkturerne.

**TABEL II.11 OVERGANG FRA FAKTISK TIL STRUKTUREL SALDO**

De største korrektioner mellem den faktiske og strukturelle saldo angår pensionsafkastskatten i 2020, udbetaling af feriepenge, covid-19 relaterede engangsforshold, mink og tilbagebetaling af boligskatter.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----					
Faktisk saldo	-1,1	-3,0	-0,3	0,2	-0,1	-0,1
Heraf Konjunktur	-0,5	0,0	0,7	0,4	0,0	0,0
Pensionsafkastskat	1,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Specielle budgetposter	-1,2	-1,0	-0,6	0,0	0,1	0,0
heraf covid-19	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	
mink	-0,1	-0,7				
boligskatter		-0,1	-0,5			
Øvrige forhold	0,9	0,7	0,2	0,1	0,0	0,0
heraf feriepenge	0,9	0,6				
andet	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0
Strukturel saldo	-1,6	-2,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1

Anm.: Udgifter til covid-19 dækker primært over tab på garantier, der i den strukturelle saldo indgår som et syvårsglidende gennemsnit og derfor giver forskelle frem til 2024. Mink dækker over kompensation til minkavlere. Boligskatter dækker over tilbagebetaling af for meget betalte boligskatter, som følge af nye ejendomsvurderinger.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**Højt niveau for pensionsafkastskat i 2020**

Der er nogle indtægter, der udviser store udsving fra år til år uden at være afhængige af konjunkturerne. Det drejer sig om blandt andet pensionsafkastskatten, der i 2020 gav et provenu, der var væsentligt over det, der vurderes at være det strukturelle niveau. Dette forbedrede isoleret set den faktiske saldo med 1,2 pct. af BNP i forhold til det strukturelle provenu fra pensionsafkastskatten. De høje indtægter fra pensionsafkastskatten er en væsentligt forklaring på, hvorfor de strukturelle underskud er større end de faktiske underskud i 2020. De efterfølgende år vurderes indtægter fra pensionsafkastskatten, som omtrent svarer til det strukturelle niveau.

**Specielle poster har stor betydning for den faktiske saldo i enkelte år**

De specielle poster dækker over en række poster på den offentlige saldo, der kan svinge forholdsvis meget fra år til år. Derfor indgår de i beregningen af den strukturelle saldo som et syvårsglidende gennemsnit. Kompensation til minkavlere og tilbagebetaling af for meget betalte boligskatter betragtes som et engangsforhold i henhold til den strukturelle saldo og indgår derfor kun i den faktiske saldo. Det betyder, at store udgifter i et enkelt år kan medføre, at den faktiske saldo bliver svækket relativt meget i forhold til den strukturelle saldo. Det gælder særligt i perioden 2020 til 2022, hvor flere særlige forhold forværrer den faktiske saldo. I 2020 var der udgiftsført store udgifter til forventede tab på garantier vedrørende lån til virksomheder i forbindelse med covid-19, mens der i 2021 er store udgifter til kompensation af minkavlere, og endeligt er der i 2022 tilbagebetalinger af for meget betalte ejendomsskatter.

**Feriepenge forbedrer den faktiske saldo i 2020 og 2021**

Fremrykningen af beskatning knyttet til de indefrosne feriepenge er med til at forbedre den faktiske saldo i 2020 og 2021. I den strukturelle saldo korrigeres for den slags engangsindtægter, hvorfor udbetalingen af feriepenge indebærer, at den faktiske saldo isoleret set bliver forbedret sammenlignet med den strukturelle saldo.

**Den strukturelle saldo mod 2025**

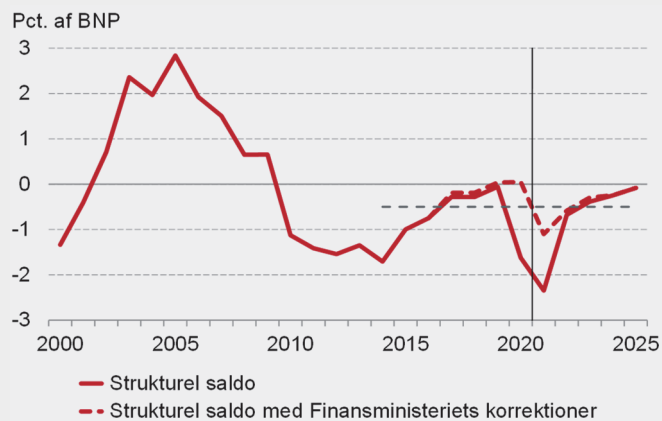
**Den strukturelle saldo er påvirket af den aktuelle politik**

Den strukturelle saldo er forværret markant under coronapandemien i 2020 og 2021. Det skal ses i lyset af, at der er gennemført en række politiske tiltag, der diskretionært har øget de offentlige udgifter. Finanspolitiske lempelser svækker den strukturelle saldo, hvis der ikke er tale om forhold, der kan betegnes som engangsforhold. I opgørelsen af engangsforhold følger DØRs de retningslinjer, som EU-Kommissionen giver. EU-Kommissionens retningslinjer giver ikke mulighed for at korrigerer for covid-19 relaterede udgifter i den strukturelle saldo, jf. boks

II.15.<sup>19</sup> Finansministeriet har en anden behandling af covid-19 relaterede udgifter i den strukturelle saldo, hvorfor DØRs også foretager en beregning af den strukturelle saldo, hvor Finansministeriets behandling af covid-19 relaterede udgifter er lagt til grund. Det vurderes, at den strukturelle saldo udviser et underskud, der er større end ½ pct. af BNP i 2021 og 2022, der er grænsen i budgetloven, uafhængigt af den konkrete behandling af covid-19 udgifter, jf. figur II.69.

**FIGUR II.69 STRUKTUREL SALDO**

Store underskud på den strukturelle saldo i 2020 og 2021.



Anm.: Den røde kurve er DØRs normale beregning af den strukturelle saldo. I den stiplede røde kurve er anvendt Finansministeriets korrektioner for udgifter til covid-19. Der er store forskelle i 2020 og 2021, hvor covid-19 udgifterne afholdes. Nogle af udgifterne indgår imidlertid i beregningen af den strukturelle saldo som et syvårs glidende gennemsnit af de faktiske udgifter, hvorfor der er en forskel på de to kurver også før og efter 2020 og 2021. Den stiplede grå linje fra 2014 angiver grænsen for underskuddet på den strukturelle saldo i budgetloven.

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

19) EU-Kommissionen skriver om den strukturelle saldo: "In light of the activation of the general escape clause, the measures taken in response to the coronavirus outbreak in 2020 are not treated as one-off and are thus not excluded from the estimates of the structural budget balance.", EU-Kommission (2020c).

## BOKS II.15 ENGANGSFORHOLD I DEN STRUKTURELLE SALDO

Der kan indtræffe særlige begivenheder, der kan have en væsentlig betydning for den strukturelle saldo. Der kan korrigeres for sådanne engangsforhold i den strukturelle saldo. Ved korrektion for engangsforhold følger DØRs som udgangspunkt EU-Kommissionens retningslinjer for anvendelsen af engangsforhold, der er beskrevet i Report on Public Finance in EMU 2015. I forbindelse med den aktuelle pandemi har EU-Kommissionen anbefalet, at alle finanspolitiske lempelser skal tælles med i den strukturelle saldo, jf. EU-Kommissionen (2020c). Derfor medtager DØRs som udgangspunkt alle udgifter til covid-19.

Der er dog enkelte undtagelser, hvor der kan foretages korrektioner for finanspolitiske lempelser i den strukturelle saldo, EU-Kommission (2015). Et eksempel er en offentlig udgift, der skyldes det offentlige har tabt retssag. Sådanne udgifter kan betegnes som en exceptionel begivenhed. Der foretages dog generelt kun korrektioner, hvis engangsforhold er mindst 0,1 pct. af BNP.

EU har foretaget en enkelt korrektion for udgifter knyttet til covid-19, og det er kompensationer til minkavlere, hvorfor der også i denne fremskrivning er korrigeret for betydningen af kompensation til minkavlere i opgørelsen af den strukturelle saldo.

I opgørelsen af den strukturelle saldo korrigeres normalt for større engangsindtægter, da store engangsindtægter, der medfører et fald i de fremtidige indtægter, skal undtages fra den strukturelle saldo, jf. EU-Kommission (2015). Det gjorde sig f.eks. gældende ved udbetalingen af midlerne fra SP-ordningen, der minder en del om udbetalingen af feriepenge. I begge situationer fremrykkes skattebetalinger fra en længere årrække til en engangsindtægt. Der er således i opgørelsen af den strukturelle saldo for 2020 og 2021 korrigeret for skatteindtægter fra den fremrykkede udbetaling af de indfrosne feriepenge.

I EU-Kommissionens gennemgang af engangsforhold fra 2015 nævnes en række mulige begivenheder. Ved naturkatastrofer fremgår det således, at direkte udgifter knyttet til at mindske naturkatastrofen kan være one-off. Derimod kan udgifter til at afværge de afledte økonomiske konsekvenser ikke betragtes som en one-off. Der kan altså ikke foretages en korrektion i den strukturelle saldo som følge af ekspansive tiltag til støtte til virksomheder eller husholdninger som f.eks. kompensationsordninger, hvis man følger retningslinjerne fra EU's gennemgang fra 2015.

**Sammenligning med Finansministeriet**

**Den strukturelle saldo vurderes svagere end hos Finansministeriet**

DØRs og Finansministeriet har grundlæggende den samme vurdering af de offentlige finanser frem mod 2025, men der er store forskelle i vurderingen af den strukturelle saldo som følge af en række metode-mæssige opgørelser. Den strukturelle saldo vurderes at være svagere end skønnet af Finansministeriet i Danmarks Konvergensprogram 2021 i alle år frem mod 2025, jf. tabel II.12. De største forskelle skyldes den forskellige behandling af udgifter relateret til covid-19.

**TABEL II.12 FORSKELLE I DEN STRUKTURELLE SALDO TIL FINANSMINISTERIET**

DØRs har væsentligt større strukturelle underskud end Finansministeriet – særligt i 2020 og 2021 afledt af en forskellig håndtering af covid-19.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----						
Dansk Økonomi, forår 2021	-0,1	-1,6	-2,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1
Danmarks Konvergensprogram 2021	0,6	0,3	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Forskel	-0,7	-2,0	-1,9	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
heraf covid-19	-0,1	-1,6	-1,3	-0,1	-0,1	0,0	
Resterende forskel	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
heraf konjunkturbidrag	-0,3	-0,2					
nordsøindtægter	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
aktiebeskatning	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
registreringsafgift	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
PAL-indtægter	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
andet	-0,1	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,3	0,5

Anm.: Ved beregningen af den strukturelle saldo er anvendt Finansministeriets metode, men DØRs egne skøn, hvilket giver anledning til forskelle i vurderingen. Dele af udgifter til covid-19-initiativer indgår i udgifter, der indgår som et syvårs glidende gennemsnit i Finansministeriets metode til beregning af den strukturelle saldo. Derfor påvirker udgifter til covid-19 den strukturelle saldo i alle årene fra 2017-24, dog klart mest i 2020 og 2021.

Kilde: Danmarks Konvergensprogram 2021, Finansministeriet, Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**Kapitalindkomstska-  
ter beregnes med en  
bottom-up tilgang**

De strukturelle indtægter fra kapitalindkomstskatterne beregnes med udgangspunkt i en bottom-up tilgang, hvor der foretages en selvstændig beregning af det strukturelle provenu fra disse poster. I den forbindelse har Finansministeriet og DØRs en forskellig tilgang til beregningen af indtægter fra pensionsafkastskatten.

**Forskellige  
renteforudsætninger  
for PAL giver  
forskellige resultater**

I begge beregninger af pensionsafkastskatten beregnes det strukturelle provenu på baggrund af den langsigtede rente. Der er dog en forskel på, hvad der betragtes som den langsigtede rente. I DØRs beregning af den strukturelle saldo betragtes den langsigtede rente som det niveau renten har i 2025. Det sikrer, at det strukturelle provenu med denne rente giver det samme provenu i 2025 – både i beregningen af den strukturelle saldo og i den faktiske offentlige saldo. Finansministeriet betragter den langsigtede rente som den rente, der nås i 2050, hvor renten er fuldt normaliseret. Renten på langt sigt er højere end i 2025, hvorfor de strukturelle indtægter fra pensionsafkastskatten er højere i Finansministeriets beregning.

**Særligt forskel i  
2020 og 2021 pga.  
covid-19**

Der er primært store forskelle mellem Finansministeriets og DØRs skøn for den strukturelle saldo i 2020 og 2021, hvor udgifterne til covid-19 har særligt stor betydning. DØRs skønner underskud på 1,6 pct. af BNP i 2020 og 2,4 pct. af BNP i 2021, hvor Finansministeriet vurderer at underskudsgrænsen er overholdt i begge år. I de øvrige år bidrager covid-19 også til forskelle, på trods af, at der ikke er udgifter til covid-19. Det skyldes teknisk, at en del af udgifterne til covid-19 af Danmarks Statistik er klassificeret som en kapitaloverførsel fra det offentlige til den private sektor, der i beregningen af den strukturelle saldo indgår som et syvårs glidende gennemsnit. Disse udgifter indgår således kun med en syvendedel i det år de bliver afholdt, og ligeledes med en syvendedel af udgifterne i de tre år før og efter de er afholdt. Det betyder i praksis, at udgifterne til kapitaloverførsler påvirker den strukturelle saldo i hele perioden fra 2017 til 2024.

**Kun mindre forskelle  
på andre områder**

Der er kun små forskelle på det forventede strukturelle provenu fra blandt andet aktieindkomstbeskatningen, nordsø beskatningen og registreringsafgiften. Den største forskel er på posten andet, hvor DØRs har et større provenu. Det dækker blandt andet over et forskelligt provenu fra personskatterne, hvor lønnen som andel af BNP i denne frem-skrivning er større, end det er tilfældet i Danmarks Konvergensprogram 2021, hvilket hæver personskatterne som andel af BNP sammenlignet med Konvergensprogrammet.



**Ændringer i skøn siden *Dansk Økonomi, efterår 2020*****Store ændringer i den strukturelle saldo for 2020**

For 2020 er de strukturelle underskud reduceret fra 2,3 pct. af BNP til 1,6 pct. af BNP. Det skyldes, at udgifterne til hjælpepakker blev lavere end forudsat i *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Det offentlige forbrug til alle de områder, der ikke var relateret til covid-19 blev samtidig væsentligt mindre end de aftalte udgiftslofter og forklarer alene hele forbedringen af den strukturelle saldo. I *Dansk Økonomi, efterår 2020* var det forudsat, at udgiftslofterne blev anvendt fuldt ud. Der har som nævnt været et mindreforbrug under udgiftslofterne, og dette medfører en forbedring af den strukturelle saldo.

**TABEL II.13 ÆNDRINGER I SKØN FOR DEN STRUKTURELLE SALDO**

Der har været ændringer af skønnet fra den strukturelle saldo i *Dansk Økonomi, efterår 2020* til den aktuelle fremskrivning. Den strukturelle saldo er særligt ændret i 2020 og 2021, mens skønnet er stort set uændret frem mod 2025.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	----- Pct. af BNP -----					
Dansk Økonomi, forår 2021	-1,6	-2,3	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1
Dansk Økonomi, efterår 2020	-2,3	-0,7	-0,5	-0,6	-0,4	-0,4
Forskel	0,6	-1,6	-0,1	0,2	0,1	0,3
heraf covid-19	0,2	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
andet	0,4	-0,5	-0,1	0,2	0,1	0,3

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

**Lempelser svækker den strukturelle saldo i 2021**

I 2021 er skønnet for den strukturelle saldo svækket med 1,6 pct. af BNP. I efteråret 2020 var det antagelsen, at der hverken ville være hjælpepakker i 2021 eller betydelige ekstra sundhedsrelaterede udgifter afledt af covid-19. De ekstra udgifter til covid-19 har isoleret set svækket den strukturelle saldo med 1,2 pct. af BNP. De øvrige ændringer dækker over en række forhold, hvor særligt den store ændring af vurderingen af konjunktursituationen har betydning for beregningen af den strukturelle saldo. Den ændrede vurdering af konjunktursituationen har ikke medført den ændring af de faktiske offentlige indtægter og udgifter, der normalt er forudsat i beregningen af den strukturelle saldo. Hertil kommer, at det offentlige forbrug er forøget med ca. 0,1 pct. af BNP som følge af en forøgelse af reserven til håndtering af covid-19.

**Kun små ændringer i den strukturelle saldo fra 2022 til 2025**

Der er kun sket små ændringer i skønnet for den strukturelle saldo fra 2022 siden *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Nye oplysninger fra nationalregnskabet har ført til opjustering af personskatterne som andel af BNP frem mod 2025, hvilket har styrket den strukturelle saldo. I 2023 og 2024 er udgifterne til offentligt forbrug imidlertid blevet opjusteret, som følge af regeringen i Danmarks Konvergensprogram 2021 har foreslået at udvide reserven til håndtering af udfordringer af covid-19. Det har isoleret set svækket den strukturelle saldo i disse år.

### **DEN STRUKTURELLE SALDO OG BUDGETLOVEN**

**Formandskabet har en formel rolle i forhold til budgetloven**

Formandskabets skønner som nævnt de strukturelle underskud til 1,6 pct. af BNP i 2020 og 2,3 pct. af BNP i 2021. Det er væsentligt mere end budgetlovens underskudsgrænse på 0,5 pct. af BNP. Underskuddene skønnes lidt større end det tilladte i 2022. Såfremt formandskabet skønner underskud, der er større end budgetlovens grænse, så skal formandskabet foretage en vurdering af, om dette er tilladt i forhold til den danske budgetlov. Vurderingen af om underskuddet er tilladt indebærer flere punkter:

- Skyldes overskridelsen af grænsen ny politik eller nye skøn?
- Er der exceptionelle omstændigheder i Danmark?
  - Er Danmark ramt af en dyb lavkonjunktur?
  - Er der andre begivenheder uden for statens kontrol?
- Vurderer formandskabet at overskridelsen af den strukturelle saldo er tilladt under budgetlovens regler?

**Indhold i afsnit**

Dette afsnit beskriver, hvordan overskridelsen skal ses i forhold til budgetloven. Først gennemgås om overskridelsen af den strukturelle saldo skyldes diskretionære tiltag, som har svækket de offentlige finanser, eller nye skøn. Dernæst gennemgås EU-kommissionens beskrivelse af, hvad der forstås ved exceptionelle omstændigheder, og det diskuteres, hvorvidt dansk økonomi i 2021 er ramt exceptionelle omstændigheder i form af en økonomisk krise eller en sundhedskrise. Denne vurdering er afgørende for, hvilke lempelser som er tilladte i 2021. Efterfølgende gives formandskabets vurdering af om overskridelsen af den strukturelle saldo er tilladt i 2021. Endelig diskuteres det om der også er exceptionelle omstændigheder i 2022, eller om de normale regler i budgetloven gælder.

### Diskretionære ændringer af finanspolitik siden finanslovsforslag

I normale år må finanspolitik ikke lempes efter finanslovsforslag, ...

Budgetlovens regler indebærer, at underskudsgrænsen for den strukturelle saldo skal overholdes, når finanslovsforslaget for det kommende år fremlægges. I *Dansk Økonomi, efterår 2020* vurderede formandskabet, at underskudsgrænsen var overholdt ved fremlæggelsen af finanslovsforslaget for 2021. Derefter kan underskudsgrænsen godt overskrides som følge af nye skøn, men ikke som følge af finanspolitiske lempelser, som svækker den strukturelle saldo nævneværdigt.

... men der er foretaget lempelser på 30 mia. kr.

Der er efter finanslovsforslaget besluttet markante lempelser af den økonomiske politik. Der er samlet set foretaget lempelser relateret til covid-19 på 45 mia. kr. ifølge opgørelser i Danmarks Konvergensprogram 2021. Lempelserne vedrører offentligt forbrug, hjælpepakker og kompensation af minkavlere. Disse lempelser tæller som nævnt ikke med i Finansministeriets vurdering af den strukturelle saldo. Derfor vurderer regeringen, at budgetloven overholdes i 2021. Alle lempelserne på nær kompensation til minkavlere tæller med i formandskabets opgørelse af den strukturelle saldo, og svækker den strukturelle saldo med ca. 27,8 mia. kr., jf. boks II.16. Hertil kommer øvrige lempelser knyttet til aftale om ret til tidlig pension på 0,2 mia. kr. og udvidelse af reserven til håndtering af covid-19 på 2,4 mia. kr. Derudover er fremrykket skatter vedrørende feriepenge for 14 mia. kr., men disse påvirker ikke beregningen af den strukturelle saldo. Den samlede svækkelse af den strukturelle saldo som følge af diskretionær finanspolitik siden forslaget til finanslov for 2021 er således opgjort til 30,2 mia. kr. eller 1¼ pct. af BNP.

Finanspolitiske lempelser har ført til overskridelse af grænsen for den strukturelle saldo

De diskretionære finanspolitiske lempelser, der er gennemført siden forslaget til finanslov for 2021, har svækket de offentlige finanser og den strukturelle saldo. De samlede lempelser har en størrelse, der er nævneværdig. Formandskabet skal derfor vurdere om, der har været exceptionelle omstændigheder i 2021, der gør, at de diskretionære lempelser er tilladt i henhold til budgetloven. I det følgende beskrives, hvad der forstås ved exceptionelle omstændigheder.

## **BOKS II.16 ÆNDRINGER I FINANSPOLITIK EFTER FORSLAG TIL FINANSLOV**

Forslaget til finanslov for 2021 var tilrettelagt inden for rammerne af budgetloven. Regeringen vurderede således i forbindelse med Økonomisk Redegørelse, august 2020, at det strukturelle underskud i 2021 ville blive 0,5 pct. af BNP, hvilket netop er grænsen for det strukturelle underskud i budgetloven. DØRs vurderede på baggrund af forslaget til finanslov, at det strukturelle underskud i 2021 ville blive 0,7 pct. af BNP, men at overskridelsen af grænsen var uproblematisk i lyset af den betydelige usikkerhed omkring skønnet for den strukturelle saldo.

Af budgetlovens bemærkninger fremgår det, at der ikke efter august må gennemføres beslutninger om tiltag, der vil have væsentlige negative konsekvenser for den strukturelle saldo for det følgende finansår. Der er siden forslaget til finanslov gennemført en række tiltag, der har svækket den faktiske og strukturelle saldo. Det drejer sig blandt andet om tiltag nævnt i tabel A. Der er dog også øvrige tiltag, men der findes ikke en fuldstændig oversigt over disse på Finansministeriets hjemmeside.

### *Covid-19 relaterede lempelser*

Det var ved forslaget til finanslov lagt til grund, at udgifterne til hjælpepakker ville falde bort i 2021. Den anden nedlukning af Danmark i december 2020 førte imidlertid til en genåbning af de generelle hjælpepakker, og dette gjaldt også ind i 2021. Der var heller ikke afsat midler til ekstra sundhedsrelaterede udgifter, endeligt blev beslutningen om aflivning af mink og kompensationen af minkejere truffet efter forslaget til finanslov. I DØRs behandling af disse udgifter påvirker hjælpepakker og offentlige forbrugsudgifter den strukturelle saldo, mens kompensation af minkejere ikke påvirker den strukturelle saldo.

### *Øvrige lempelser*

Efter forslaget til finanslov blev der gennemført aftalen om ret til tidlig pension, der har en lille udgift i 2021, der ikke er finansieret. I foråret 2021 blev reserven til håndtering af COVID-19 forøget med 2,4 mia. kr. Begge dele svækker både den faktiske og strukturelle saldo. Udbetaling af feriepenge har forbedret den faktiske saldo, men har ingen betydning for vurderingen af den strukturelle saldo.

**BOKS II.1616 ÆNDRINGER I FINANSPOLITIK EFTER FORSLAG TIL FINANSLOV, FORTSAT****TABEL A LEMPELSER I 2021 EFTER FINANSLOVSFORSLAG, MIA. KR.**

	Faktisk saldo	Strukturel saldo
Covid-19 relaterede udgifter		
Hjælpepakker	20,7	20,4
Offentlige forbrugsudgifter	7,4	7,4
Kompensation til minkavlere	17,0	0,0
<b>Covid-19 i alt</b>	<b>45,1</b>	<b>27,8</b>
Øvrige lempelser		
Aftale om ret til tidlig pension	0,2	0,2
Forøgelse af reserve til håndtering af covid-19	2,4	2,4
Feriepenge	-14,0	0,0
<b>Øvrige lempelser i alt</b>	<b>-11,4</b>	<b>2,6</b>
<b>Lempelser i alt</b>	<b>33,7</b>	<b>30,4</b>

Anm.: Udgifter i forbindelse med aftale om tidlig pension stammer fra træk på råderum i tabel 1 i aftaleteksten. Forøgelse af reserve til håndtering af covid-19 er fra tabel 3.10 i Danmarks Konvergensprogram (lempeelse af den strukturelle saldo i 2021). Øvrige udgifter er fra Bilagstabel 3.2.1 i Danmarks Konvergensprogram 2021. Hjælpepakker er Finansministeriets skøn for udgifter til overførsel til husholdninger og subsidier fratrukket tilbageløb via skatter samt 0,4 mia. kr. fra engangsforhold vedrørende covid-19, offentlige forbrugsudgifter er udgifter til offentligt forbrug, kompensation til minkavlere er den resterende del af posten engangsforhold vedrørende covid-19. Når der for hjælpepakker er en forskel på den faktiske og strukturelle saldo på 0,3 mia. kr. skyldes det, at 0,4 mia. kr. indgår som et syvårsglidende gennemsnit i den strukturelle saldo og således kun påvirker den strukturelle saldo med knap 0,1 mia. kr., mens de påvirker den faktiske saldo med 0,4 mia. kr.

Kilde: Danmarks Konvergensprogram 2021, Finansministeriet, Aftale om en ny ret til tidlig pension – 10 oktober 2020.

**Regler for exceptionelle omstændigheder****Budgetlov giver normalt rammerne for styring af finanspolitikken**

Den overordnede styring af de offentlige finanser i Danmark er tilrettelagt inden for rammerne af budgetloven. Der er en grænse for det offentlige underskud, og udgiftslofterne giver en grænse for størrelsen af det offentlige forbrug i det enkelte år. Budgetlovens regler er gældende i normale år, hvor Danmark ikke er ramt af exceptionelle omstændigheder.

## REGLER FOR EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

I både Stabilitets- og Vækstpagten, Finanspagten og Budgetloven er omtalt, at de normale saldo grænser kan afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder.

Exceptionelle omstændigheder er defineret som en usædvanlig begivenhed, der er uden for statens kontrol, eller et alvorligt økonomisk tilbageslag.

Et alvorligt økonomisk tilbageslag er defineret som:

- Negativ vækst i BNP eller
- Et akkumuleret produktionstab igennem en længere periode med lav realvækst i BNP i forhold til den potentielle vækst.

**Reglerne kan dog afviges i tilfælde af exceptionelle omstændigheder**

Reglerne i den danske budgetlov og i hele EU's finanspolitiske rammeværk kan dog afviges, hvis dansk økonomi rammes af exceptionelle begivenheder, der er uden for statens kontrol. Sådanne exceptionelle begivenheder kan blandt andet være en naturkatastrofe eller en ekstraordinær dyb lavkonjunktur. I den aktuelle krise har der været en dyb lavkonjunktur med fald i BNP og en sundhedskrise i hele EU. Det fik i foråret 2020 EU-Kommissionen til at foreslå, at den såkaldte *general escape clause* skulle aktiveres, hvilket blev tiltrådt af ministerrådet, jf. boks II.17. Det medfører, at de normale regler for underskud på den faktiske og strukturelle saldo kan afviges. Regeringen tilkendegav også i Danmarks Konvergensprogram 2020, at Danmark var ramt af exceptionelle omstændigheder i 2020.

**Reglerne træder igen i kraft, når den exceptionelle situation ophører**

Reglerne for den faktiske og strukturelle saldo skal igen overholdes, når den exceptionelle omstændighed ophører. Ideelt set vil underskuddene på den offentlige saldo være lavere end de formelle grænser, når de ekstraordinære udgifter knyttet til bekæmpelse af smitte og lavkonjunktoren ophører. Der kan dog opstå en situation, hvor et land ikke overholder saldogrænserne, når den exceptionelle omstændighed ophører. I givet fald vil de normale regler i Stabilitets- og Vækstpagten træde i kraft, og landene kan komme i procedure for uforholdsmæssigt store underskud med krav om en genopretning af de offentlige finanser.

## BOKS II.17 EU-KOMMISSIONENS UDMELDINGER OM EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

- EU-Kommissionen meddelte i marts 2020, at der var exceptionelle omstændigheder for EU som et hele. Det medførte, at der var en udvidet fleksibilitet i forhold til de normale grænser i Stabilitets- og Vækstpagten, og der var en de facto suspension af grænserne. Denne udmelding gjaldt kun for 2020, EU-Kommission (2020a).
- I september 2020 meddelte EU-Kommissionen de enkelte landes finansministre, at der fortsat ville være exceptionelle omstændigheder i EU i 2021, EU-Kommission (2020b).
- I marts 2021 meddelte EU-Kommissionen, at den først ville deaktivere de exceptionelle omstændigheder når BNP i Eurozonen eller EU som helhed igen kom op på samme niveau som i 2019. Det var på daværende tidspunkt først ventet at ske i 2023. Der var altså fortsat exceptionelle omstændigheder for 2022, EU-Kommission (2021c).

EU-Kommissionen har siden den oprindelige melding om exceptionelle omstændigheder af to omgange indstillet, at de exceptionelle omstændigheder varer længere end blot i 2020. Det skete sidste gang i marts 2021, hvor der blev lagt op til, at der er exceptionelle omstændigheder for EU som helhed til i hvert fald udgangen af 2022.

Udmeldingen i marts var dog kun en foreløbig udmelding, der først skulle endeligt bekræftes efter fremlæggelsen af EU-Kommissionens forårsprognose i maj. I marts 2021 forventede EU-Kommissionen først at ophæve de exceptionelle omstændigheder, når BNP i Eurozonen som helhed når samme niveau, som det havde i 2019. I marts var det først ventet at ske i 2023, men i den nye forårsprognose ventes det nu allerede at ske i 2022. Det kan potentielt medføre, at EU-kommissionen vil ændre deres oprindelige indstillingen, men det ventes først, at den endelige beslutning vil blive truffet i juni.

Sammenfattende kan det siges, at EU-Kommissionen har fastslået, at der er exceptionelle omstændigheder i 2021, og ventes i juni at komme med en mere formel udmelding om, hvorvidt det også gælder i 2022. I den forbindelse bliver der anlagt en helhedsvurdering, hvor blandt andet niveauet for BNP i 2022 sammenlignet med 2019 vil blive tillagt vægt, men andre forhold vil også blive inddraget.

De enkelte lande kan dog have en anden vurdering af, hvornår den exceptionelle omstændighed ophører i det enkelte land.

### Vurdering af exceptionelle omstændigheder i 2021

#### To typer af exceptionelle omstændigheder

Der kan være exceptionelle omstændigheder af forskellige årsager, jf. ovenstående. Den mest almindelige grund til exceptionelle omstændigheder er, at et land er ramt af en dyb lavkonjunktur. I tilfælde af en dyb lavkonjunktur er der ret frie rammer for, hvilke finanspolitiske tiltag der kan gennemføres for at afhjælpe lavkonjunktoren. Den anden type af exceptionelle omstændigheder er en usædvanlig begivenhed uden for statens kontrol. Såfremt et land er påvirket af en usædvanlig begivenhed, så kan der afholdes udgifter direkte relateret til den usædvanlige begivenhed. Derimod kan der ikke gennemføres andre finanspolitiske lempelser.

#### UDGIFTER TIL EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER

Når der er exceptionelle omstændigheder knyttet til en begivenhed uden for staten kontrol gælder nogle overordnede retningslinjer for, hvad der må gøres. Det gælder, at

- Udgifterne skal være direkte knyttet til den usædvanlige begivenhed.
- Afgifterne fra den strukturelle saldo skal være midlertidige.
- Udgifterne kan kun være ekstra udgifter sammenlignet med tidligere år.

For en nærmere gennemgang af exceptionelle omstændigheder se Vade Mecum on the Stability & Growth Pact, EU-Kommissionen (2019).

#### Økonomiske forhold taler for exceptionelle omstændigheder i 2020, ...

I en formel vurdering af, hvornår de exceptionelle omstændigheder som følge af økonomiske forhold ophører, så kan der ses på en række økonomiske indikatorer. I EU-Kommissionens beskrivelse af det finanspolitiske rammeværk er der exceptionelle omstændigheder, hvis der er en negativ vækst i BNP, som det var tilfældet i 2020, jf. tabel II.14. Der kan dog også fortsat være exceptionelle omstændigheder, hvis der er et betydeligt negativt output gap. Med et fald på 2,7 pct. i BNP i Danmark i 2020 var der således exceptionelle omstændigheder som følge af et alvorligt økonomisk tilbageslag.



**TABEL II.14 ØKONOMISKE INDIKATORER TIL VURDERING AF EXCEPTIONELLE OMSTÆNDIGHEDER**

En vurdering af, om der er exceptionelle omstændigheder i 2021 og 2022, afhænger af en helheds-vurdering af en række økonomiske forhold.

	2020	2021	2022
Vækst i BNP (pct.)	-2,7	2,9	4,3
BNP (indeks 2019 = 100)	97,3	100,1	104,4
Ændring i ledighed (1.000 personer)	33,7	-17,1	-22,3
Ændring i beskæftigelse (1.000 personer)	-21,6	30,6	46,9
Output gap (pct.)	-1,1	-0,2	0,6
Beskæftigelsesgap (pct.)	-0,4	0,2	1,1

Kilde: Danmarks Statistik, ADAM's databank og egne beregninger.

**... men ikke exceptionelle omstændigheder begrundet i økonomiske forhold i 2021**

Der er ingen klare retningslinjer for, hvornår exceptionelle forhold som følge af en dyb lavkonjunktur ophører. I forbindelse med den aktuelle krise har EU-Kommissionen tilkendegivet, at der kan være exceptionelle omstændigheder så længe BNP niveauet er lavere, end det var i 2019. BNP vurderes for 2021 som helhed at være i overkanten af niveauet fra 2019, som EU-Kommissionen tillægger særlig vægt. Output gap og beskæftigelsesgap kan være to andre mål. I den aktuelle fremskrivning vurderes det, at der er et output gap og beskæftigelsesgap tæt på 0. Der er altså ikke længere tegn på en dyb lavkonjunktur. Der ventes også en stigning i beskæftigelsen og et fald i ledigheden i løbet af 2021. Samlet set må det vurderes, at de exceptionelle omstændigheder som følge af en lavkonjunktur er ophørt i 2021. Det skal dog bemærkes, at de økonomiske indikatorer for 2021 er positivt påvirket af den ekspansive finanspolitik, der aktuelt føres som følge af udgifter relateret til covid-19.

**Dog forsat exceptionelle omstændigheder i 2021 som følge af sundhedskrisen**

Danmark blev i løbet af efteråret 2020 og over vinteren ramt af en kraftig anden bølge af epidemien, der medførte en betydelig nedlukning af aktivitet og behov for tiltag inden for sundhedsområdet for at bekæmpe og håndtere konsekvenserne af epidemien. Denne situation strakte sig også ind i starten af 2021, og udviklingen i epidemien i starten af året taler for, at der også i 2021 er exceptionelle omstændigheder som følge af en begivenhed, der er uden for statens kontrol – en sundhedskrise. Kommer smitten under kontrol i løbet af året i takt med vaccineudrulningen, og i fravær af en ny smittebølge i efteråret skabt af nye varianter af covid-19, vil den exceptionelle situation ophøre i løbet af 2021.

### Vurdering af overskridelse af grænsen for den strukturelle saldo

**Lempelse af finanspolitik bør kun vedrøre håndtering af sundhedskrisen, ...**

Når der er exceptionelle omstændigheder knyttet til en sundhedskrise er der grænser for, hvilke lempelser der kan gennemføres. Lempelser bør være direkte knyttet til håndtering af den igangværende sundhedskrise. Derimod kan der ikke igangsættes andre initiativer der f.eks. stimulerer økonomien yderligere. Dette kan kun gøres, hvis der er exceptionelle omstændigheder som følge af en dyb lavkonjunktur. Eksempler på udgifter der er direkte knyttede til sundhedskrisen er udgifter til test, vacciner, indlagte med covid-19 på sygehuse og hjælpepakker til virksomheder, der er tvangslukkede for at begrænse smitten.

**... andre lempelser kan ikke begrundes med en sundhedskrise**

Der kan ikke gennemføres andre finanspolitiske lempelser til initiativer, der ikke er relateret til covid-19 situationen. Der kan eksempelvis ikke gives ekstra bevillinger til offentligt forbrug, der ikke vedrører covid-19, offentlige investeringer eller gennemføres skattelettelser. Dertil kommer, at selv om lempelser er tilladt under exceptionelle omstændigheder, skal det fortsat søges at minimere de udgifter, der er afledt af den usædvanlige begivenhed.

**Som udgangspunkt vil de exceptionelle omstændigheder ophøre fra 2022**

I fremskrivningen vurderes det, at dansk økonomi vil være tilbage ved fuld kapacitetsudnyttelse i 2022. Der er altså som udgangspunkt ikke nogen realøkonomiske grunde til, at budgetlovens regler kan afviges i 2022 med henvisning til exceptionelle omstændigheder. De normale grænser i budgetloven og Stabilitets- og Vækstpagten skal således overholdes fra 2022. Situationen kan dog ændre sig frem mod 2022. Såfremt det viser sig, at de nuværende vacciner kun giver en kortvarig immunitet, eller der dukker nye virusvarianter op, som tvinger Danmark og andre europæiske lande ud i nye nedlukninger for at sikre kapaciteten i sundhedsvæsenet. I givet fald kan det igen være relevant at forlænge de exceptionelle omstændigheder udover 2021. Det forudsætter dog, at de nye udfordringer kun gælder i få år.

**Exceptionelle omstændigheder kan ikke fastholdes i en årrække**

Kommer der gentagne opblusninger af smitte i de kommende år, der vil føre til behov for ekstra indsats i sundhedsvæsenet i form af test, smitteopsporing og behandling, så vil det give et pres på de offentlige finanser i en årrække. Bliver behovet for en indsats til sygdomsbekæmpelse permanent, vil det ikke længere være en exceptionel omstændighed, men må betragtes som den nye normalsituation. I givet fald skal udgifter til bekæmpelse af smitte indgå som en del af den normale prioritering af de offentlige udgifter, som gør sig gældende i normale situationer. Grænserne for den faktiske og strukturelle saldo skal overholdes.

**Overskridelsen af den strukturelle saldo i 2021 er tilladt, men behov for tilbageholdenhed resten af året**

Samlet set vurderes det, at overskridelsen af den strukturelle saldo i 2021 hovedsageligt vedrører lempelser afledt af sundhedskrisen, som Danmark befinder sig i. Dette er tilladt ifølge budgetloven, da sundhedskrisen kan betegnes som en usædvanlig begivenhed som er uden for statens kontrol. Der er dog en lang række grænsetilfælde, hvor det kan diskuteres, hvorvidt en ny lempelse er en omkostningseffektiv løsning på sundhedskrisen eller mere har karakter af en generel finanspolitisk lempelse. Selvom der formelt set er exceptionelle omstændigheder i hele 2021, så bør der ikke besluttes nye lempelser i resten af året, medmindre tiltaget direkte kan begrundes i hensynet til håndtering af epidemien og folkesundheden. I 2022 vurderes det foreløbigt, at den exceptionelle omstændighed er ophørt, hvorfor underskudsgrænsen for den strukturelle saldo skal overholdes.

## II.9

## FINANSPOLITISKE REGLER I EN LAVRENTETID

**Såvel epidemi som lave renter har medført ny debat om den offentlige gæld**

I den seneste tid har både covid-19-epidemien og det lave renteniveau medført fornyet debat i offentligheden som blandt fagøkonomer i ind- og udland. De lave renter medfører, at serviceringen af bl.a. den danske offentlige bruttogæld i disse år er meget billig. I den offentlige debat kan man høre udsagn om, at Danmark derfor er bedst tjent med helt at droppe alle finanspolitiske regler som eksempelvis dem, der er indkapslet i budgetloven.

**Lavrentetid dog intet argument imod grænser for gældsætning**

Der er dog, også i en lavrentetid, gode argumenter for at have finanspolitiske rammer, der sætter grænser for den offentlige gældsætning, selvom der samtidig er en løbende og kompliceret faglig diskussion om, hvordan et sådant rammeværk mest hensigtsmæssigt kan udformes. I dette afsnit refereres, hvorfor finanspolitiske regler overhovedet er gavnlige, og hvilke regler der vurderes at være relevante. Dernæst beskrives nogle af de vigtigste bidrag i den nyeste internationale faglige debat om spørgsmålet, og der slutes af med en kort opsummering.

## HVORFOR ER DER BEHOV FOR FINANSPOLITISKE REGLER?

### Forskellige årsager til, at finanspolitiske restriktioner kan gavne

Det kan være naturligt at starte med at berøre, hvorfor der overhovedet er behov for at have officielle regler, der begrænser regeringerne i at føre den finanspolitik, de måtte ønske. Eksempler på sådanne regler er EU's restriktioner på offentlig gæld og offentlige underskud samt den danske budgetlov. Man kan spørge, hvorfor man ikke blot kan gå ud fra, at folkevalgte politikere må formodes at være dem, der bedst i en given situation kan vurdere, hvilke finanspolitiske tiltag der ud fra en samlet betragtning vil være i samfundets interesse – inklusive tiltag, der forskyder timingen af offentlige indtægter og udgifter til forskellige tidspunkter, som udsving i saldo og gæld er udtryk for. Svaret kan opdeles i to dele, idet der er en selvstændig begrundelse for at have fælles overnationale finanspolitiske regler i en møntunion som ØMU'en for at undgå, at de enkelte lande vælter nogle af omkostningerne ved gældsætning over på de øvrige medlemslande i møntunionen. Derudover kan der også være selvstændige argumenter for, at et land på egen hånd foretrækker at indføre regler, der sætter grænser for politikernes handlefrihed på området.

### I møntunioner kan fælles regler modvirke uheldige incitament

I en møntunion, hvor medlemslandene har en fælles valuta, men samtidig fører selvstændig finanspolitik, kan der være et incitament for de enkelte lande til at føre en finanspolitik, der er mere lempelig, end hvis landet stod udenfor unionen, fordi nogle af omkostningerne herved i form af et højere renteniveau bliver båret af de øvrige medlemslande. Det kan medføre en situation, hvor både den samlede gældsætning og renteniveauet i unionen er inoptimalt højt. Denne mekanisme kan finde sted både via obligationsmarkederne og dermed afsmitning på statsobligationsrenterne i de andre medlemslande, og via den fælles pengepolitik og dermed møntunionens pengepolitiske renteniveau, jf. *Dansk Økonomi, forår 2000* og *Dansk Økonomi, forår 2009*. På denne måde skaber en møntunion altså finanspolitiske eksternaliteter mellem medlemslandene. Denne tankegang er baggrunden for indførelsen af EU's finanspolitiske regler i forbindelse med Maastricht-traktaten i 1992, der fastlagde retningslinjerne for EU's økonomiske og monetære union (ØMU'en). Det konkrete regelsæt har været genstand for en vedvarende politisk og fagøkonomisk debat siden da og er blevet ændret flere gange undervejs.

### Imperfektioner i politiske system anden begrundelse for restriktioner

Også for lande, der ikke indgår i en møntunion, kan der være gevinster ved at indføre selvpålagte regler, der begrænser fremtidige regeringers og parlamenters handlefrihed med hensyn til at operere med vilkårligt store underskud og dermed stifte gæld. Det skyldes forskellige imperfektioner ved det politiske system. Forskningsområdet politisk økonomi

har identificeret en række situationer, hvor den almindelige politiske beslutningsproces vil føre til en inoptimalt høj gældsætning. De enkelte individuelle politikere og politiske partier vil ofte især tage udgangspunkt i særlige befolkningsgruppers interesser. Hvis der er mangelfuld information, kan det føre til en ligevægt, hvor beslutningstagernes kriteriefunktion ikke stemmer helt overens med befolkningens interesser på længere sigt. Det er også en mulighed, at særlige lobbygrupper kan skaffe opbakning til for mange udgifter eller skattelettelser, uden at omkostningerne bliver internaliseret i den politiske proces, jf. *Dansk Økonomi, forår 2017*. Hvor udbredt sådanne problemer er i forskellige lande, må ventes blandt andet at afhænge af kulturelle træk som tillid, respekt for love og regler mv., jf. Alesina og Passalacqua (2015).

#### Fravær af regler kan give regeringer troværdighedsproblemer

En yderligere problemstilling udgøres af det problem med tidsinkonsistens, som oprindeligt blev påpeget af Kydland og Prescott i 1977, og som hænger sammen med den afgørende rolle, forventningsdannelsen kan spille for den økonomiske udvikling. Generelt vil virkningen af økonomisk politik afhænge af befolkningens forventninger til denne politik, og hvorvidt den vil blive fastholdt. Samtidig kan løfter, som en regering tidligere har givet om eksempelvis fremtidige finanspolitiske stramninger, være samfundsøkonomisk inoptimale, når det berammede fremtidige tidspunkt først indtræffer, og derfor må regeringen formodes ikke at gennemføre stramningen alligevel. Dette vil rationelle aktører gennemskue og derfor på forhånd forudsætte, at regeringen ikke vil overholde sine løfter. Forventninger om en slappere fremtidig finanspolitik og tilsvarende højere gæld i fremtiden kan eksempelvis medføre højere renter, hvis den forventede gældsætning bliver så stor, at aktørerne begynder at indregne en risikopræmie for, at gælden vil løbe løbsk. De højere renteudgifter vil dermed give regeringen omkostninger på forhånd. I dette tilfælde vil også en velvillig regering, der ønsker at maksimere befolkningens velfærd, skulle oppebære disse omkostninger. Her kan det være en fordel for regeringen at kunne binde sig selv til masten ved at indføre nogle bindende restriktioner for sin egen fremtidige handlemåde. Disse institutionaliserede begrænsninger kan give regeringens løfter større troværdighed. Dermed kan begrænsningerne i handlefriheden paradoksalt give regeringen større muligheder for at gennemføre sine ønsker, fordi det mindsker omkostningerne ved den politik, den på forhånd ønsker at føre.

#### Restriktioner kan påvirke dannelsen af forventninger gunstigt

Kydland og Prescott (1977) gav flere forskellige eksempler på, hvordan indførelsen af uigenkaldelige regler, som en regering ikke kan ændre, kan forbedre dens situation, fordi regelsættet påvirker de økonomiske aktørers forventninger i en mere gunstig retning. Eftersom forventninger kan være selvopfyldende, kan dette være af afgørende vigtighed for en hensigtsmæssig tilstand, jf. Calmfors (2004). Kydland og

Prescott brugte ikke selv begrænsninger i offentlig gældsætning som et af deres eksempler, men andre økonomer har siden overført tankegangen til dette område, jf. Lucas og Stokey (1983), Stokey (2003) og Bianchi og Menegatti (2011).

**Eksempel:  
Forventningernes  
betydning for CO2-  
reduktioner**

Et eksempel på, hvordan mekanismen virker, kan være planlægningen af en reduktion af CO<sub>2</sub>-udledninger i et land. Det vil være en fordel at kunne foretage en sådan ønsket reduktion billigst muligt samfundsøkonomisk, hvilket blandt andet er et argument for at indføre gradvis stigende afgifter på udledningerne, som vil føre til tilsvarende større reduktioner efterhånden, jf. *Økonomi og Miljø 2020*. Fremlægger en regering en troværdig langsigtet plan herfor, vil selve annonceringen af denne plan medføre, at virksomheder og husholdninger allerede fra starten vil påbegynde omstillingen ved at igangsætte relevante investeringer for at undgå at skulle betale de fremtidige afgifter, og planen vil relativt let kunne blive selvopfyldende.

**Troværdighed et  
nøgleord for en  
hensigtsmæssig  
reduktionssti**

Nøgleordet her er imidlertid, at planen er troværdig. Har aktørerne omvendt mistanke om, at politikerne på et senere tidspunkt vil ændre strategi og alligevel ikke indføre de tidligere annoncerede afgiftsstigninger, vil det give et incitament til at udskyde de nødvendige grønne investeringer.

**Optimal strategi kan  
skifte fra afgifter til  
subsidier**

Man kan således argumentere for, at hvis der er behov for på et tidspunkt at reducere udledningerne af drivhusgasser meget kraftigt på kort tid, vil subsidier være et mere hensigtsmæssigt instrument end afgifter, fordi det nødvendige afgiftsniveau ganske enkelt vil være så højt, at de berørte virksomheder ikke vil kunne tilpasse sig, men gå fallit med store samfundsøkonomiske omkostninger til følge. Afgifter er ud fra denne tankegang det optimale instrument til at begrænse udledningerne, så længe der er tale om mindre og gradvise reduktioner, men skal disse være tilstrækkelig store og hurtige, bliver subsidier og offentlige investeringer de samfundsøkonomisk mest effektive instrumenter. Påbegynder virksomhederne ikke den grønne omstilling via deres investeringsbeslutninger på forhånd, vil den nødvendige reduktion senere i forløbet blive tilsvarende kraftigere, og regeringen vil derfor på et tidspunkt skifte strategi til en subsidietilgang. Dermed bliver virksomhedernes tankegang selvopfyldende.<sup>20</sup> De laveste samfunds-

---

20) Alternativt kunne man også forestille sig, at virksomhederne tvivler på, at regeringen tør gennemføre den oprindelige afgiftsstrategi, alene fordi denne frygter, at afgiftsstrategien, skønt optimal, vil være politisk upopulær. I dette tilfælde er der dog tale om, at humlen ligger i, at regeringens kriteriefunktion ikke er at gøre det samfundsøkonomisk optimale. I dette scenarie er problemstillingen således et eksempel på en politisk imperfektion og ikke et spørgsmål om tidsinkonsistens af den type, som Kydland og Prescott beskriver.

økonomiske omkostninger ville man dog have fået, hvis virksomhederne fra starten havde iværksat grønne investeringer i tillid til, at regeringens oprindeligt foreslåede afgiftsstrategi ville blive ført ud i livet, og at denne derpå var blevet realiseret som planlagt. Hvis regeringen forlods havde kunnet forpligte sig til at indføre afgifterne, ville man derfor få et mere hensigtsmæssigt forløb.

**I en sådan tænkt situation kan en underskudsgrænse forankre forventningerne**

I sådan en tænkt situation kan en bindende restriktion på det offentlige underskud, som politikerne ikke kan omgå, være velfærdsforbedrende, fordi den på forhånd vil gøre det klart for aktørerne, at det ikke vil være muligt at gennemføre reduktionsudledningen via subsidier og offentlige investeringer, fordi det vil skabe for store offentlige underskud. Underskudsgrænsen kan altså i dette tilfælde bidrage til at forankre forventningerne i en tillid til, at de oprindeligt annoncerede afgiftsstigninger på udledninger faktisk vil blive gennemført, og dermed lette hele omstillingsprocessen, fordi de ønskede private investeringer derfor vil blive igangsat fra starten. På denne måde kan finanspolitiske regler være med til at skabe troværdighed om den førte økonomiske politik.

**Sammenfatning: Politiske imperfektioner, hensyn til forventninger samt møntunioner kan alle begrunde bånd på finanspolitikken**

Sammenfattende er der flere grunde til, at det kan være hensigtsmæssigt at have bindende restriktioner for finanspolitikken. Imperfektioner i det politiske system kan medføre, at de politiske beslutningstageres kriteriefunktion ikke i tilstrækkelig grad maksimerer hele befolkningens langsigtede velfærd, og det kan medføre en inoptimalt høj gældsopbygning. Også for en regering, der ønsker at sikre den samlede samfundsvelfærd bedst muligt, kan det være en fordel at lægge en bindende begrænsning på sine egne fremtidige finanspolitiske handlemuligheder for at påvirke befolkningens forventningsdannelse og dermed forhindre, at regeringens planlægning bliver tidsinkonsistent. Desuden kan der i en møntunion være et yderligere argument for fælles regler, idet en sådan konstruktion ellers kan give de enkelte medlemslande et incitament til at stifte for meget gæld, fordi nogle af omkostningerne herved vil blive overvæltet på de andre lande, der deler samme valuta.

**Holdbarhedskrav og gældsgrænse relevante – og saldomål som operationalisering heraf**

Det næste spørgsmål er, hvilke finanspolitiske regler man kan forestille sig, vil være hensigtsmæssige i Danmarks tilfælde. I *Dansk Økonomi, forår 2017* var der en relativt grundig diskussion af dette spørgsmål. Blandt konklusionerne var, at man bør have et grundlæggende krav om, at finanspolitikken altid skal kunne vurderes at være holdbar og sørge for at skabe de bedst mulige forudsætninger for, at der er tillid til troværdigheden i denne beregning. Derudover var det ifølge analysen hensigtsmæssigt med en selvstændig øvre grænse for gælden. Et saldomål, eksempelvis i form af mellemfristede planer med et mål for saldoen i slutåret, der er fastsat i overensstemmelse med holdbarheds-

kravet og kravene til den fremtidige gældsudvikling, kan være en hensigtsmæssig måde at operationalisere de to førstnævnte mere langsigtede krav.

**Ikke gode fagøkonomiske grunde til balance på saldoen**

Der vurderedes imidlertid ikke at være gode fagøkonomiske grunde til, at saldomålene nødvendigvis skal indebære en (stort set) balanceret strukturel saldo. Det skyldes, at sådan en regel kan forhindre en fornuftig udnyttelse af de internationale kapitalmarkeder og medføre et inoptimalt lavt offentligt investeringsniveau. Det er heller ikke sandsynligt, at de bør være konstante over tid, men tilpasse sig udsving i de givne forhold som konjunkturerne og længerevarende svingninger som den demografiske hængekøjeudvikling. Analysen udtrykte det sådan, at der var et behov for fleksible snarere end statiske saldomål.

**Lave renter intet argument imod regler som sådan**

Det lave renteniveau bliver sommetider nævnt som en begrundelse for, at traditionelle finanspolitiske regler nu er blevet overflødige. De nuværende lave renter påvirker imidlertid ikke grundlæggende hverken problemer med imperfektioner i det politiske system eller med tidsinkonsistens. De udgør dermed heller ikke noget argument imod selve det forhold, at finanspolitiske regler kan være gavnlige. Renteudviklingen har dog på andre måder påvirket debatten om, hvordan rammeværket for finanspolitikken mest hensigtsmæssigt kan indrettes. I det næste underafsnit nævnes nogle eksempler herpå.

## DEN NYERE FAGØKONOMISKE DISKUSSION

**Ny fagøkonomisk debat, inspireret af lavrentemiljø**

I de seneste år har ikke mindst den fortsat faldende rente og den stigende opfattelse af, at det nuværende lavrentemiljø kan formodes at vare ved i en årrække, medført en fornyet fagøkonomisk debat om, hvorvidt dette forhold bør påvirke principperne for, hvilke grundlæggende finanspolitiske regler de enkelte lande bør underlægge sig og styre efter. I det følgende resumeres nogle af bidragene i denne diskussion.

**Fagøkonomisk diskussion om gæld og lave renter inspireret af Blanchard**

Starten på den nyeste fagøkonomiske debat om konsekvenserne af det lave renteniveau for implikationerne af offentlig gældsætning tidsfæstes ofte ved den tidligere formand for *American Economic Association* Olivier Blanchards formandsforelæsning ved organisationens årsmøde i 2019. Blanchard gjorde opmærksom på, at den rent fiskale omkostning ved at optage lån er 0, så længe statens lånerente er lavere end økonomiens vækstrate. Det skyldes, at hvis den lange vækst-korrigerede rente permanent er negativ (ofte skrevet med symbolsproget  $r < g$ ), kan man løbende refinansiere rentebetalinger med ny gæld,



uden at gældskvoten stiger. Man kan altså udstede gæld uden nogen-  
sinde at skulle betale den tilbage via højere skattebetalinger. I denne  
situation kan staten permanent køre med et underskud på den pri-  
mære saldo, samtidig med, at den har positiv gæld – noget som ikke  
er muligt, når den vækstkorrigerede rente er positiv ( $r > g$ ), jf. Blanchard  
(2019).

**Usikkerhed om  
fremtidigt  
renteniveau vigtig**

Blanchard har ved flere lejligheder uddybet sine pointer. I Blanchard  
(2021b) diskuterer han, hvor sikker man kan være på, at  $r < g$  i al frem-  
tid, og konkluderer, at det kan man ikke vide – begge fortegn er mulige.  
Levede man i en verden uden usikkerhed, ville det ifølge Blanchard  
være en frugtbar strategi at øge gælden, indtil  $r = g$ . I en – mere reali-  
stisk – verden med usikkerhed kan det imidlertid gøre finanspolitikken  
uholdbar. I sådan et scenarie kan der være multiple ligevægte, og  $r$   
kan springe meget hurtigt og helt ændre situationen.

**Afkast af offentlige  
investeringer bør  
svare til renten**

I både Blanchard (2019) og Blanchard (2021) gøres en del ud af den  
pointe, at offentlige investeringer og andre udgifter ikke kun skal be-  
stemmes af konsekvenserne for det finanspolitiske rammeværk, men  
også af de velfærdsmæssige konsekvenser. Disse sidste påvirkes  
også af det lave renteniveau. Blanchard er fortalende for at hæve de of-  
fentlige investeringer indtil det punkt, hvor det samfundsmæssige mar-  
ginale afkast af investeringerne er lig med statsobligationsrenten. Da  
renten i øjeblikket og i hvert fald realistisk i mindst en tiårsperiode ifølge  
hans vurdering vil være tæt på 0, er dette et kraftigt argument for at  
øge investeringsniveauet i disse år. Et sådant øget investeringsniveau  
bør ifølge hans tankegang imidlertid ikke uden videre gældsfinansie-  
res, men kan i stedet skattefinansieres. Om gældsfinansiering i et vist  
omfang kan være hensigtsmæssigt, afhænger dels af, om der kan for-  
ventes et statsfinansielt afkast i form af brugerbetaling eller relativt  
sikre fremtidige merskatteindtægter, og dels af hensynet til den finans-  
politiske holdbarhed og til intergenerationelle betragtninger. Det er så-  
ledes et vigtigt politisk spørgsmål, hvilke generationer der bør betale  
for at mindske den globale opvarmning.

**Standarder i stedet  
for faste regler i EU**

I Blanchard mfl. (2021) beskæftiger forfatterne sig specifikt med EU's  
gælds- og underskudsgrænser. De argumenterer for, at de nuværende  
regler ikke fungerer tilfredsstillende, og at det i praksis ikke vil være  
muligt at fastlægge konkrete regler for underskud og gæld, der vil være  
hensigtsmæssige i alle realistiske situationer. I stedet foreslår de, at de  
enkelte EU- (eller ØMU-)landes finanspolitik skal underlægges stan-  
darder, dvs. kvalitative forskrifter, som giver mulighed for en konkret  
bedømmelse ud fra saglige overvejelser om, hvorvidt forskrifterne i en  
given situation vil blive overholdt.

**Uafhængige institutioner skal i sidste ende stå som garanter for troværdigheden**

Centralt i forslaget er, at denne bedømmelse ikke skal foretages af regeringerne selv, men af en uafhængig institution i form af de nationale finanspolitiske råd og/eller EU-Kommissionen. Uenighed mellem de enkelte landes regeringer og EU-Kommissionen, om forskrifterne er overholdt, skal ifølge forslaget ikke som i dag afgøres af EU's minister-råd, men af EU-domstolen eller evt. en anden uafhængig institution, der oprettes til formålet. Det bliver dermed i sidste ende disse forskellige institutioner, der har ansvaret for at forankre forventningsdannelsen ved at skabe og fastholde troværdigheden til, at den fremtidige finanspolitik vil forblive holdbar. Dette minder om den måde, man har forsøgt at skabe en balance mellem troværdighed og fleksibilitet ved at uddelegere ansvaret for pengepolitikken til uafhængige centralbanker. Denne proces har bidraget til at gøre pengepolitikken mere troværdig og dermed forankre inflationsforventningerne, jf. Calmfors (2004).

**Gældskvote overfor renteudgiftskvote**

To andre fremtrædende amerikanske økonomer, Jason Furman og Larry Summers, opfordrede tidligere i år til at revurdere de finanspolitiske sigtelinjer for USA som en konsekvens af det gældende lavrentemiljø. Blandt andet har de anbefalet at overgå fra at fokusere på gældskvoten (gælden som andel af BNP) til i stedet at anvende f.eks. renteudgifterne som andel af BNP som mål for den finanspolitiske byrde ved gældsætningen. Begrundelsen er, at gældskvoten er et inkonsistent mål, fordi den sammenligner en beholdning i tælleren med en strøm i nævneren.<sup>21</sup> Mens USA's gældskvote er steget de seneste 20 år, er renteudgifterne faldet relativt til BNP på grund af det generelt lavere renteniveau. Samtidig anfører de, at det er mere retvisende at bruge reale i stedet for nominelle renteudgifter i opgørelsen. Dette vil i sig selv reducere størrelsesordenen af posten i forhold til traditionelle opgørelser. Konkret anbefaler de en begrænsning på finanspolitikken i form af, at de reale nettogældsudgifter ikke bør overstige 2 pct. af BNP i den næste tiårsperiode.

**Finanspolitikens holdbarhed afhænger af statens skatteevne**

Furman og Summers er skeptiske overfor at bruge fremskrivninger længere ud i fremtiden end ca. 10 år som guidelines for finanspolitikken pga. den store usikkerhed i sådanne fremskrivninger. I deres optik bør en vurdering af finanspolitikken ikke tage udgangspunkt i en fremskrivning af uændret politik, men i en vurdering af et lands kapacitet til at kunne forøge beskatningen på et fremtidigt tidspunkt, hvis der opstår behov for merfinansiering. Det essentielle spørgsmål, når man skal vurdere et lands evne til at møde sine fremtidige finanspolitiske forpligtelser, er altså ikke, om det kan gøre dette uden at hæve skatterne,

---

21) Alternativt foreslår de at anvende gælden som andel af nutidsværdien af al fremtidig BNP. Denne brøk vil også have en tæller og nævner, der er opgjort i samme dimension.

men hvor stor en skattestigning der realistisk vil kunne foretages i det pågældende land, dvs. en art Lafferkurve-tankegang.<sup>22</sup>

**Ikke rentens niveau, men uforudsigelighed er det vigtige**

Orszag mfl. (2021) tager også udgangspunkt i det lave renteniveau, men mener, at man overser den egentlige pointe, når man hæfter sig ved selve niveauet for den nuværende rente. Ifølge dem er den vigtige lære, at det nuværende lave renteniveau ikke blev forudset, da man lavede fremskrivninger for 5-10 år siden, og det er dermed et vigtigt eksempel på, at man ikke kan lave sikre fremskrivninger af finanspolitikken langt ud i tiden. Helt centrale forhold kan ændre sig hurtigt og dermed skabe en anden situation, end man har tænkt som det naturlige udgangspunkt få år tidligere.

**Gør finanspolitikken mere robust i uforudsete situationer**

Det fører forfatterne til en diskussion, som er beslægtet med Blanchards: Det er ikke relevant med eksempelvis konkrete historisk fastsatte gældsgrænser, som er ude af trit med forholdene i dag – og det samme gælder også alternative forslag til ankre, som eksempelvis Furman og Summers' forslag om, at de reale nettorenteudgifter aldrig bør overstige 2 pct. af BNP. I stedet mener Orszag mfl., at det vigtige er at skabe nogle rammer, som kan gøre den fremtidige finanspolitik mere modstandsdygtig i en verden med skiftende og uforudsigelige scenarier. Det bør give mulighed for diskretionær handling i de fremtidige situationer, men samtidig understøtte et miljø, hvor nødvendigheden af større indgreb for at rette op på finanserne minimeres. Forfatterne sammenligner situationen med "assisted driving", hvor moderne teknologi i bilerne som fartpiloter, sensorer osv. hjælper bilisterne med at fokusere på det væsentlige, men bibeholder autonomien hos den, der sidder ved rattet til at gribe ind i kritiske situationer.

**Kan bl.a. ske ved at forøge statsgældens varighed**

Konkret foreslår Orszag mfl. med fokus på forholdene i USA en række tiltag til at forbedre finanspolitikken modstandskraft overfor fremtidige kriser. Det gælder blandt andet en ny "autostabilisator" for infrastruktur i form af et finansieringsprogram, der automatisk udvider aktiviteten i recessioner, samtidig med at det fokuserer på tiltag, der kan udføres hurtigt (eller meningsfuldt accelereres) i perioder hvor økonomien er svag. De foreslår også, at man i statsgældspolitikken bør forøge statsgældens varighed og dermed mindske risikoen ved stærke renteudsving i forbindelse med refinansiering. Det kan ske ved at skabe nye instrumenter som 50- og 100-årige obligationer og endda konsoller. De anerkender, at en sådan ændring ikke vil være gratis, men mener, at det kan være værd at overveje, om omkostningerne er en rimelig for-

---

22) Alternativt til skattestigninger kan også besparelser på de offentlige udgifter løse fremtidige finansieringsproblemer.

sikringspræmie. De foreslår også indeksering af centrale offentlige indtægts- og udgiftsposter til de vigtigste kilder til usikkerhed på linje med levealdersindekseringen af folkepensionen, som er vedtaget i Danmark.

## AFSLUTNING

**Lave renter har medført debat om regler**

Den nuværende situation med meget lave renter på statsgæld gør det billigere for bl.a. den danske stat at servicere sin bruttogæld. Det har ført til en livlig debat, både blandt fagøkonomer og i offentligheden, om der er behov for at revidere synet på finanspolitiske regler.

**Lave renter ændrer dog ikke på, at begrænsninger på gældsætning kan være fornuftige**

Det lave renteniveau ændrer dog ikke på, at der er gode argumenter for at opretholde regler, der sætter begrænsninger for finanspolitikken. Forskellige imperfektioner i det politiske system kan give en tendens til en offentlig gældsætning, der er inoptimalt høj, og denne situation kan blive forværret af et tidsinkonsistensproblem, der skaber selvopfyldende forventninger. Derfor kan fornuftige regler have en vigtig og gavnlig effekt via deres påvirkning af forventningsdannelsen. Den danske budgetlov har således været vigtig for at begrænse tidligere tiders regelmæssige budgetoverskridelser.

**Afvejning mellem troværdighed og fleksibilitet**

Samtidig kan bindende finanspolitiske regler også begrænse regeringers mulighed for at handle fornuftigt i fremtidige situationer, og det er vanskeligt at formulere klare regler, der samtidig vil være optimale at følge i alle tænkelige fremtidsscenarier. Hvordan et konkret regelsæt bør udformes, er derfor en selvstændig og vanskelig diskussion. Der er en afvejning mellem at sikre troværdighed og fleksibilitet. I en dansk kontekst har formandskabet således tidligere anbefalet at justere budgetloven, bl.a. ved at lempe den indbyggede underskudsgrænse fra  $\frac{1}{2}$  til eksempelvis 1 pct. af BNP, jf. *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

**Den lave rente skaber ikke fundamentalt anderledes betingelser**

I den nyere fagøkonomiske debat har det været diskuteret, om det lave renteniveau, hvor statsobligationsrenten er lavere end BNP-vækstraten, har skabt en afgørende ny situation, hvor selv vilkårlig stor offentlig gældsætning er helt uproblematisk. Det er dog ikke tilfældet. For det første er det sandsynligt, at renten på et fremtidigt tidspunkt vil stige igen, og potentielt kan det ske ganske hurtigt. For det andet vil de samfundsøkonomiske omkostninger ved gældsfinansierede offentlige udgifter normalt omfatte andet og mere end blot de rent statsfinansielle renteudgifter, og en samlet cost-benefit-analyse bør tage alle de relevante omkostninger med i betragtning.

**Nye forslag til finanspolitiske rammer**

Debatten har også medført en række nye forslag til, hvordan hensigtsmæssige finanspolitiske rammer kan udformes. Den nuværende lave rentebyrde har i USA givet anledning til forslag om, at man bør bruge de reale renteudgifters andel af BNP som en mere retvisende målestok for finanspolitikens status end eksempelvis gældskvoten. I en europæisk kontekst er det bl.a. blevet foreslået at erstatte de nuværende regler for gæld og underskud i EU med en række finanspolitiske standarder, som skal overholdes, og hvor ansvaret for overholdelsen heraf er uddelegeret til uafhængige institutioner, enten på nationalt eller EU-plan. Et sådant forslag kan ses som en parallel til de pengepolitiske målsætninger, der er blevet almindelige i de fleste lande i de seneste årtier, hvor pengepolitikken er blevet uddelegeret til uafhængige centralbanker.

**Andre forslag kan potentielt forøge robustheden**

I sidste ende er det afgørende kriterium for, om en finanspolitisk udvikling er tilfredsstillende, om finanspolitikken vurderes at være holdbar. Det indebærer bl.a., at det pågældende land skal kunne modstå mulige fremtidige større stød, uden at gældsætningen kommer uigenkaldeligt ud af kurs. I den nyeste internationale debat er der derfor også blevet foreslået forskellige tiltag, der kan forøge den finanspolitiske robusthed. Det drejer sig eksempelvis om så forskellige forslag som større vægt på stokastiske fremskrivninger, større fokus på statens maksimale potentielle skatteevne og en gældsstruktur, der er mere robust overfor pludselige udsving i renteniveauet.

## II.10

# SAMMENFATNING OG VURDERINGER

I dette afsnit gives en kort sammenfatning af hovedlinjerne i fremskrivningen, der er præsenteret i kapitlet. I afsnittet findes endvidere en kort diskussion af behovet for finanspolitiske regler. Afsnittet indeholder også formandskabets vurdering af den planlagte finanspolitik set i sammenhæng med konjunktursituationen og budgetlovens under-skudsgrænser, og endelig indeholder afsnittet en række overvejelser om behovet for indgreb på boligmarkedet. I rapportens kapitel I, Aktuel økonomisk politik, findes herudover vurderinger af andre aspekter af den økonomiske politik.

### UDSIGTERNE FOR DANSK ØKONOMI I HOVEDTRÆK

Det seneste års økonomiske udvikling har stået i coronaens tegn

Dansk økonomi blev i lighed med stort set alle andre lande ramt hårdt af coronapandemien. Danmark ser dog sammen med en række andre, ikke mindst nordeuropæiske lande ud til både økonomisk og sundhedsmæssigt at være kommet relativt nådigt igennem pandemiens første halvandet år.

Tilbageslaget har ramt nogle erhverv hårdt, mens andre er gået mere eller mindre fri

Pandemiens udbrud førte i Danmark til, at BNP faldt med næsten 8 pct. i løbet af første halvår 2020, og ledigheden steg trods omfattende hjælpepakker fra et niveau omkring 90.000 personer i begyndelsen af 2020 til næsten 150.000 i april-juni. Faldende smittetal og udfasning af restriktioner førte efterfølgende til en markant fremgang og fald i ledigheden. Fremgangen var dog kun midlertidig, da en ny smittebølge ramte i slutningen af 2020 og begyndelsen af 2021. Både første og anden smittebølge ramte de forskellige dele af økonomien meget forskelligt med rejsebranchen, hoteller og restauranter, som nogle af de hårdest ramte erhverv. I modsætning til disse brancher gik andre erhverv mere eller mindre fri, herunder dele af detailhandlen, store dele af industrien samt bygge- og anlægsbranchen.

Ledigheden er faldet til et niveau kun lidt over niveauet i begyndelsen af 2020

Udrulningen af vaccine begyndte omkring årsskiftet, hvilket sammen med de mærkbare restriktioner bidrog til, at antallet af smittede og indlagte faldt igen. Det gav grundlag for at påbegynde en udfasning af restriktionerne, og i takt med dette er den økonomiske aktivitet steget. Ledigheden er faldet hurtigt, og i midten af maj var den sæsonkorrigerede ledighed kun omkring 10.000 personer højere end niveauet i begyndelsen af 2020, og erhvervslivet er begyndt at melde om stigende

vanskeligheder med at skaffe arbejdskraft. Den samlede økonomiske aktivitet er stadig påvirket af de tilbageværende restriktioner, ligesom der formentlig er forbrugere, som udviser en vis tilbageholdenhed pga. smittefaren. Den lavere aktivitet på nogle områder modsvares dog af højere efterspørgsel på andre områder. Samlet er det vurderingen, at den aggregerede kapacitetsudnyttelsesgrad i økonomien er tæt på det neutrale niveau.

**Udsigt til fortsat fremgang på kort sigt, ...**

Vaccineudrulning har bidraget til, at restriktionerne har kunnet lempe, uden at antallet af indlæggelser indtil videre er steget. Den økonomiske aktivitet er dermed steget, og med udsigt til, at store dele af den danske befolkning vil være vaccineret i løbet af sommeren, er der grund til at forvente, at den økonomiske fremgang vil fortsætte i de kommende kvartaler.

**... men udviklingen afhænger af, hvordan pandemien udvikler sig**

Den økonomiske udvikling vil dog afhænge af, hvordan covid-19-situationen udvikler sig, både i Danmark og i andre lande. Antallet af vaccinerede på verdensplan er stigende, men det samme er antallet af nysmittede, især i visse dele af Asien og Sydamerika. En langsom vaccineudrulning, ikke mindst i den økonomisk mindre udviklede del af verden, kan forsinke en normalisering af verdensøkonomien. Det gælder særligt, hvis der opstår nye virusvarianter, som de eksisterende vacciner ikke har samme effektivitet overfor. De økonomiske udsigter på både kort og lidt længere sigt vil derfor afhænge af udviklingen i covid-19-situationen.

**Fremskrivning bygger på relativt gunstige forudsætninger om smitten**

I kapitlet præsenteres en fremskrivning, der bygger på relativt gunstige antagelser om smittesituationen. I fremskrivningen lægges det til grund, at smitten i Danmark forbliver under kontrol, og at de fleste tilbageværende restriktioner afvikles i løbet af sommeren. Henover vinteren kan det ikke udelukkes, at der sker en mindre stigning i smittetallene, og at det fører til kortvarige, lokale nedlukninger. Det antages dog, at et effektivt test- og opsporingssystem sammen med lokale, midlertidige nedlukninger sikrer, at smitten hurtigt kommer under kontrol, og at de negative økonomiske følgevirkninger både er begrænsede og kortvarige.

**Normalisering af BNP frem mod 2022**

Baseret på disse relativt gunstige antagelser ventes den økonomiske aktivitet forholdsvis hurtigt at nå tilbage til niveauet fra før, pandemien brød ud. I fremskrivningen ventes væksten i BNP i 2021 at blive ca. 3 pct., mens den næste år ventes at blive ca. 4¼ pct. Den høje vækst i 2022 er delvist et resultat af, at BNP-niveauet i første del af 2021 var ekstraordinært lav som følge af høj smitte og restriktioner. Den høje vækst gør, at der er udsigt til, at ledigheden frem mod udgangen af 2022 vil falde til et niveau, der svarer til niveauet forud for pandemien

Ledigheden var i 2019 omkring 1 pct. under det skønnede strukturelle niveau. Normaliseringen af økonomien trækkes af efterspørgselssiden især af stigende privat forbrug.

**Fortsætter boligpriserne med at stige, ...**

Udviklingen i det private forbrug og på boligmarkedet vurderes at være af særlig betydning i de kommende år. Opsparingen er steget under covid-19-krisen, og boligpriserne er steget hastigt. Det betyder, at der er et betydeligt potentiale for, at forbrug og boliginvesteringer kan stige mere end antaget. Særligt vil en fortsættelse af det seneste års stigninger i boligpriserne hurtigt kunne bringe boligmarkedet så meget ud af ligevægt, at en større priskorrektion kan være svær at undgå. Et forløb, hvor den samlede efterspørgsel vokser væsentligt hurtigere end i den præsenterede fremskrivning, indebærer en risiko for et forløb, hvor ledigheden stiger mærkbart. Risikoen for et sådant forløb tilsiger, at finanspolitikken ikke bør være for lempelig, og at værktøjskassen i forhold til at gribe ind på boligmarkedet bør efterses, jf. også senere.

**... øges risikoen for en hård landing**

**Mindre gunstig udvikling i pandemien vil ændre billedet**

Selvom udviklingen ikke mindst på boligmarkedet indebærer en risiko for, at det kan komme til at gå for stærkt, er der også en risiko for, at normaliseringen af økonomien vil blive trukket i langdrag, og at den økonomiske aktivitet i en længere periode vil være lavere end normalt. En afgørende forudsætning bag fremskrivningen, der er præsenteret i kapitlet, er udviklingen i pandemien, ikke bare i Danmark, men i hele verden. Forsinkes vaccineudrulningen i Danmark eller i andre lande, øges risikoen for, at der opstår nye virusvarianter, som kan spredes, øge smittetrykket og dermed svække den økonomiske udvikling. I kapitlet præsenteres derfor også et mindre gunstigt scenarie, der bygger på, at smitten gentagne gange stiger, og at det derfor bliver nødvendigt at genintroducere mere omfattende restriktioner.

**Et højt smittetryk kan føre til høj ledighed ...**

En mindre gunstig udvikling i smittebilledet vil potentielt kunne føre til et mere langvarigt fald i den økonomiske aktivitet. Gentagne smitteudbrud af et vist omfang vil formentlig nødvendiggøre perioder med nedlukninger, som vil reducere den økonomiske aktivitet. Samtidig kan tilbagevendende smitteudbrud føre til øget tilbageholdenhed i forbruget og svækket investeringslyst i erhvervslivet. I det scenarie, der bygger på mindre gunstige antagelser om smitteudviklingen, øges ledigheden til op imod 140.000 personer, hvilket er omkring 50.000 højere end i fremskrivningen, der bygger på mere gunstige forudsætninger. Den lavere økonomiske aktivitet vil selv uden nye finanspolitiske initiativer føre til en vis svækkelse af de offentlige finanser. Den højere ledighed i dette scenarie vil sandsynligvis afstedkomme et ønske om at understøtte økonomien ved at lempe finanspolitikken, hvilket vil indebære en yderligere svækkelse af de offentlige finanser.

**... og en svækkelse af de offentlige finanser**



## FINANSPOLITISKE REGLER

### Finanspolitiske regler i EU og i DK

I forlængelse af finanskrisen besluttede EU's medlemslande at stramme det finanspolitiske regelsæt for især eurolandene. Danmark valgte i den forbindelse at tiltræde finanspagten og vedtog med virkning fra 2014 den nationale budgetlov. Budgetloven indeholder en række regler for udgiftsstyringen samt et krav om, at den strukturelle saldo under normale omstændigheder højst må udvise et underskud på ½ pct. af BNP.

### Gode argumenter for finanspolitiske regler, ...

Der er gode argumenter for at lægge bånd på finanspolitikken, jf. også diskussionen i afsnit II.9. Regler for underskud og gæld kan bidrage til at sikre den finanspolitiske disciplin, og særligt for lande, der indgår i en valutaunion, er der behov for at begrænse risikoen for, at en uansvarlig finanspolitik smitter af på de andre lande i unionen. Men der er også rent nationale argumenter for finanspolitiske regler, der begrænser underskud og gæld. Finanspolitiske regler bidrager til at skabe troværdighed om finanspolitikken og den langsigtede holdbarhed.

### ... som bidrager til troværdigheden og holder lånerenten lav

### Selvom renten er lav, er der grund til at have regler

Den lave rente reducerer låneomkostningerne og gør det mindre omkostningsfyldt at optage lån. Dette kan alt andet lige trække i retning af, at staten kan akkumulere mere gæld uden stigende renteudgifter, og det kan derfor være relevant at diskutere de konkrete underskuds- og gældsgrænser. Argumenterne for at opretholde de finanspolitiske regler af hensyn til troværdigheden gælder imidlertid også, selv om renterne aktuelt er lave og kan forventes at være det i en årrække. Alene det, at der ikke er sikkerhed for, at renten forbliver lav i al fremtid, gør, at der er gode argumenter for at lægge en begrænsning på gældens størrelse.

### Afvejning mellem stramme regler og fleksibilitet, ...

Helt grundlæggende kan der være en afvejning mellem finanspolitiske regler, der styrker troværdigheden, og fleksibiliteten i tilrettelæggelsen af den økonomiske politik. Jo strammere regler, desto mindre fleksibilitet. Omvendt kan den troværdighed, der kan opnås via finanspolitiske regler, være en forudsætning for, at der skabes et økonomisk råderum til at gennemføre økonomisk-politiske tiltag, når det måtte være nødvendigt eller ønskeligt. Sunde offentlige finanser øger eksempelvis muligheden for at kunne gennemføre store finanspolitiske lempelser i en lavkonjunktur. Den nuværende covid-19-situation illustrerer, at sunde offentlige finanser giver mulighed for at øge de offentlige udgifter, uden at lånerenten påvirkes synligt.

### ... men sunde offentlige finanser er en forudsætning for at kunne agere i en lavkonjunktur

**Dansk budgetlov skal evalueres**

Evalueringen af den danske budgetlov er blevet udskudt af flere omgange. Dette er uheldigt, da der er behov for en evaluering og en revision af budgetloven på flere punkter. Formandskabet vurderer, at budgetloven overordnet har været en succes, som har bidraget til, at de offentlige finanser skønnes at være mere end holdbare.

**Gode argumenter for at sænke underskudsgrænsen**

Et element i den danske budgetlov er en grænse for de strukturelle underskud. Formandskabet vurderer, at der er gode argumenter for at sænke underskudsgrænsen fra ½ pct. af BNP til 1 pct. af BNP, jf. også *Dansk Økonomi, efterår 2020*. Anbefalingen af en lavere underskudsgrænse skal blandt andet ses med baggrund i udsigten til en demografisk betinget stigning i det offentlige underskud i de kommende 10-15 år (frem mod de såkaldte "hængekøje-år"). De underskud, der kan imødeses, vil være på kanten af eller overskride den nuværende underskudsgrænse, hvilket betyder, at der med den nuværende grænse, er risiko for, at der må gennemføres en stramning af finanspolitikken. I lyset af, at den langsigtede finanspolitik skønnes at være mere end holdbar, vurderes sådanne stramninger ikke at være nødvendige. En lavere underskudsgrænse vil samtidig bringe større afstand mellem det planlagte underskud i de kommende år og underskudsgrænsen. En større afstand er hensigtsmæssig, da det mindsker risikoen for, at der skal gennemføres stramninger, der er ude af takt med den realøkonomiske situation.

**Behov for mere klarhed**

Budgetloven indeholder også en række bestemmelser relateret til ekstraordinære omstændighed, jf. diskussionen i afsnit II.8. De nuværende formuleringer giver en række fortolkningsproblemer, og det vil være hensigtsmæssigt at få klargjort regelsættet. Herunder vil det være særligt relevant at få klargjort, hvad der forstås ved en dyb lavkonjunktur, og hvornår en dyb lavkonjunktur ophører.

## **FINANSPOLITIK**

Tilrettelæggelsen af den overordnede økonomiske politik er særlig udfordret som følge af den ekstraordinære situation, dansk økonomi befinder sig i. Det er der flere årsager til.

**Store variationer på tværs af brancher udfordrer generel stabiliseringspolitik**

For det første varierer den økonomiske situation voldsomt på tværs af brancher. I nogle brancher er efterspørgslen stadig lav, og mulighederne for at afsætte varer og tjenester er i visse tilfælde begrænset af restriktioner. Omvendt er der brancher, hvor efterspørgslen er højere end normalt. Den store variation på tværs af brancher gør det vanskeligt at tilpasse den generelle økonomiske politik til omstændighederne i alle erhverv.

<b>Konsekvens af tilbagerulning af hjælpepakker er usikker</b>	For det andet indebærer omfattende hjælpepakker store offentlige udgifter, som er svære at skønne over. Hjælpepakkerne har bidraget til at understøtte virksomheder, der ellers ville være gået konkurs eller lukket. Når hjælpepakkerne afvikles, vil nogle virksomheder sandsynligvis få vanskeligt ved at komme i gang igen, men det er vanskeligt at vurdere konsekvenserne for den samlede økonomiske udvikling.
<b>Usikkerhed om hvilken vej økonomien tager</b>	For det tredje er der en betydelig usikkerhed om, hvordan pandemien vil udvikle sig, og dermed er der også usikkerhed om den økonomiske udvikling. Under forudsætning af en gunstig udvikling i pandemien er der udsigt til, at den aggregerede efterspørgsel hastigt nærmer sig og endda overstiger økonomiens produktionspotentiale, hvorfor der ikke vil være behov for efterspørgselsstimulerende tiltag. Hvis pandemien omvendt udvikler sig ugunstigt, vil ledigheden stige, og det kan blive hensigtsmæssigt at stimulere økonomien. Relevansen af finanspolitiske lempelser i den situation skal imidlertid ses i sammenhæng med, at økonomiens produktionspotentiale samtidig vil blive negativt påvirket, hvis der gennemføres mærkbare restriktioner og nedlukninger. Tiltag, der begrænser udbudssiden, gør det alt andet lige mindre relevant at føre en generel, efterspørgselsstimulerende politik – selv i en situation, hvor ledigheden stiger.
<b>Umiddelbart ikke behov for finanspolitisk justering i 2021</b>	Finanspolitikken bør tilrettelægges, så den så vidt muligt tager højde for den store usikkerhed. På nuværende tidspunkt vurderes det ikke, at der er behov for nye finanspolitiske initiativer, der har virkning i 2021. Der er afsat betydelige offentlige midler til hjælpepakker, podning, opsporing og vaccination. Det reale offentlige forbrug antages i 2021 at stige med næsten 4 pct., og finanspolitikken må derfor aktuelt karakteriseres som stærkt ekspansiv. Dette i en situation, hvor ledigheden kun ligger lidt over niveauet, før pandemien slog igennem på dansk økonomi.
<b>Yderligere lempelser frarådes på nuværende tidspunkt</b>	Yderligere stimulans på nuværende tidspunkt vil øge risikoen for, at nogle brancher vil få endnu større vanskeligheder ved at skaffe arbejdskraft. Risikoen er særlig stor i bygge- og anlægsbranchen, hvorfor der særligt må advares mod at øge den offentlige byggeaktivitet eller igangsætte eller forlænge tiltag som tilskynder til boliginvesteringer, jf. også diskussionen i <i>Dansk Økonomi, efterår 2020</i> . Dette gælder ikke mindst lempelsen af boligjobordningen i 2021, som formandskabet ikke finder velbegrunderet. Tilsvarende har formandskabet i lyset af generelt positive økonomiske udsigter svært ved at finde gode økonomiske argumenter for den i midten af maj aftalte sommerpakke. Sommerpakken er i skrivende stund ikke fuldt konkretiseret, men risikoen er betydelig for, at den vil bidrage til at stimulere efterspørgslen på områder, hvor der ikke er behov.

**Exceptionelle omstændigheder i 2021**

Argumentet mod yderligere, generelle lempelser er primært af økonomisk karakter, men der er også en potentiel konflikt med budgetloven. Det strukturelle underskud i 2021 overstiger klart underskudsgrænsen i budgetloven. Overskridelsen skyldes helt overvejende lempelser, der er vedtaget efter finanslovens fremlæggelse. Korrigeres der ikke for covid-19-relaterede udgifter, skønnes det strukturelle underskud således at udgøre 2,3 pct. af BNP i 2021. Overskridelsen kan i henhold til budgetloven tillades, hvis det vurderes, at der er såkaldt "exceptionelle omstændigheder". Formandskabet vurderer, at dansk økonomi i 2021 er ramt af exceptionelle omstændigheder, hvilket betyder, at budgetlovens underskudsgrænse godt kan overskrides.

**Mulighed for at overskride underskudsgrænse i 2021 er knyttet til covid-19**

Det vurderes imidlertid samtidig, at de exceptionelle omstændigheder i 2021 er knyttet til sundhedskrisen og ikke til en økonomisk krise. Derfor bør overskridelsen knyttes direkte til covid-19-relaterede udgifter, mens der ikke bør gennemføres tiltag, der forringer den strukturelle saldo udover grænsen, som er begrundet i andre hensyn. Den klart største del af overskridelsen kan formodentlig tilskrives covid-19-situationen, og lempelser til vacciner, test eller andet, der har direkte rod i sundhedskrisen er oplagt velbegrundede. Den præcise skillelinje mellem covid-19-relaterede udgifter og andre udgifter er vanskelig at drage, eksempelvis i forhold til økonomiske hjælpepakker, som rækker udover understøttelse af de erhverv, som er eller har været nedlukket af smittehensyn.

**Ikke behov for yderligere lempelser**

Samlet set vurderer formandskabet, at der, under forudsætning af, at covid-19-smittesituationen forbliver under kontrol, at der ikke er behov for yderligere lempelser. Nye tiltag, der øger udgifterne eller mindsker skatteindtægterne i 2021 bør derfor være fuldt finansieret, hvis udgifterne ikke direkte er begrundet med en målsætning om at holde smitetrykket nede.

**Behov for forsigtig linje i finanspolitikken**

Det er endnu for tidligt at vurdere, om der er behov for at justere finanspolitikken for 2022. I lyset af usikkerheden er det dog relevant at anlægge en forsigtig linje i finanspolitikken for næste år. I praksis er det væsentligt nemmere at lempe finanspolitikken, hvis der opstår behov for det, end at stramme, hvis politikken i udgangspunktet er for lempelig.

**Finanspolitikken bør i udgangspunktet ikke stimulere efterspørgslen i 2022**

Hvis økonomien udvikler sig som forventet, bør finanspolitikken ikke bidrage til at øge efterspørgslen i 2022. I lyset af de tiltag, der er vedtaget under coronakrisen, og som i et vist omfang bærer ind i 2022, bør finanspolitikken således ikke være mere lempelig end det, der ligger i *Danmarks Konvergensprogram, 2021*. Ifølge Konvergensprogrammet forbedres den strukturelle saldo fra -0,5 pct. af BNP i 2021 til -0,3 pct. i 2022 (når der korrigeres for covid-19-relaterede engangsforshold).

**Underskudsgrænsen må ikke overskrides næste år**

Formandskabets vurdering er, at det strukturelle underskud i 2022 vil være lidt større end vurderingen i Konvergensprogrammet, og dermed er der udsigt til en mindre overskridelse af den nuværende underskudsgrænse i 2022. Formandskabets foreløbige vurdering er, at de exceptionelle omstændigheder vil være ophørt i 2022. I fravær af exceptionelle omstændigheder (og engangssvækkelser) giver den nuværende budgetlov ikke muligheder for, at underskudsgrænsen på ½ pct. af BNP overskrides, når finansloven skal fremlægges til august.

**Forventet strukturelt underskud nær grænsen i 2022**

Vurderingen af, om den strukturelle saldo i 2022 kan forventes at ligge lige på den ene eller den anden side af grænsen, illustrerer, at usikkerheden i beregningen er betydelig, og formandskabet har tidligere anbefalet, at små og midlertidige overskridelser af den strukturelle saldo ikke bør føre til ændringer i den planlagte finanspolitik. Uanset det præcise tal vurderes den planlagte finanspolitik at være økonomisk ansvarlig. Hvis budgetlovens underskudsgrænse var 1 pct. af BNP, ville det strukturelle underskud samtidig ligge klart indenfor reglerne.

**Nye smittebølger vil svække de offentlige finanser, men ikke true holdbarheden**

En markant forværring i smittesituationen vil påvirke dansk økonomi og de offentlige finanser negativt. Konjunkturforværringen vil bidrage til at svække den faktiske saldo, og der vil opstå behov for at skrue op for de direkte covid-19-relaterede udgifter. De offentlige finanser er imidlertid grundlæggende sunde, så en ny, midlertidig svækkelse af de offentlige finanser vil ikke bringe den finanspolitiske holdbarhed i fare. Sandsynligheden for, at underskudsgrænserne vil blive udfordret, vil være betydelig, men det vil i givet fald kunne håndteres indenfor det gældende regelsæt, der netop tillader overskridelser i tilfælde af exceptionelle omstændigheder.

**RISICI PÅ BOLIGMARKEDET**

**Meget høje prisstigninger på boligmarkedet ...**

Udviklingen på boligmarkedet har påkaldt sig betydelig opmærksomhed. Efter et fald umiddelbart efter covid-19-pandemiens udbrud er boligpriserne steget markant. Siden april 2020 er priserne på enfamiliehuse steget med næsten 15 pct. Prisstigningerne har været særligt høje i og omkring de store byer, og i hovedstadsområdet har prisstigningen været næsten 25 pct.

**... har bragt boligpriserne over den historiske trend**

De kraftigt stigende boligpriser har bragt den reale kontantpris op på et niveau, der er omkring 20 pct. over den historiske trend i perioden 1955-2020. Til sammenligning lå kontantprisen omkring 40 pct. over trenden lige før finanskrisen. Det aktuelt høje niveau for boligpriserne skal ses som et resultat af, at efterspørgslen er steget, og at udbuddet af boliger ikke har haft mulighed for at tilpasse sig. Som diskuteret i

kapitlet er det mest sandsynligt, at boligprisstigningerne vil aftage, hvad enten det skyldes stigende renter, en stigning i boligudbuddet eller andre forhold.

**Svært at pege på en entydig forklaring på de stigende boligpriser**

De høje boligpriser kan i et vist omfang tilskrives det lave renteniveau. Samtidig kan der være forhold relateret til covid-19-pandemien, som kan have givet anledning til et midlertidigt eller varigt skift i bolig efterspørgslen. Mere hjemmearbejde kan have bidraget til et ønske om flere boligkvadratmeter, og en øget fleksibilitet i arbejdstilrettelæggelsen kan også have bidraget til, at potentielle købere har haft bedre mulighed for at afsøge markedet, sådan at der er fremkommet et bedre match mellem udbud og efterspørgsel. Det kan imidlertid ikke udelukkes, at en del af prisstigningerne (også) skyldes, at boligkøbere forventer, at boligpriserne vil stige endnu mere.

**Problem at boligskatterne fortsat er fastlåst**

Aftalen om boligbeskatning fra 2017 kunne have modvirket de aktuelle hastige prisstigninger, da boligskatterne ville stige som følge af stigende boligpriser og derigennem virke stabiliserende på udviklingen på boligmarkedet. Desværre er de nye vurderinger blevet udskudt gentagne gange, og aftalen har derfor endnu ikke haft den ventede stabiliserende effekt.

**Flere institutioner har udtrykt behov for skærpet opmærksomhed**

Nationalbanken har givet udtryk for et behov for at følge boligmarkedet tæt i en situation, hvor der er risiko for, at prisdannelsen på boligmarkedet potentielt drives af selvforstærkende forventninger om fremtidige prisstigninger med mulige bratte priskorrekationer til følge. Tilsvarende har Det Systemiske Risikoråd givet udtryk for bekymring for udviklingen på boligmarkedet, og rådet har annonceret, at rådet på næste møde i juni vil anbefale regeringen at iværksætte tiltag, der kan begrænse risikooptygningen på boligmarkedet.

**IMF anbefaler stramninger i låneadgangen**

Også IMF har udtrykt bekymring for udviklingen på det danske boligmarked, som sammen med husholdningernes høje gældsætning indebærer et risiko for, at der sker en nedadgående korrektion i boligpriserne, hvilket kan trække forbruget mærkbart ned. IMF anbefaler på den baggrund blandt andet, at kravene strammes for gæld i forhold til indkomst. IMF mener også, at det bør overvejes at stramme kravene til afdragsfrie lån samt lån med variabel rente, ligesom de vurderer, det er relevant at stramme kravene til udbetaling, jf. IMF(2021b).

**Vurdering: Ikke akut behov for stramning, ...**

Restriktioner i adgangen til lån vil bidrage til at dæmpe prisvæksten på boligmarkedet, men vil samtidig begrænse især nye boligkøberes adgang til ejerboligmarkedet. Formandskabet vurderer, at der på nuværende tidspunkt ikke er et akut behov for at gribe ind på boligmarkedet. Dette skal blandt andet ses på baggrund af, at boligbyrden er relativt lav, at der allerede i dag er gennemført en række opstramninger i forhold til situationen før finanskrisen, samt at det ikke kan afvises, at en del af prisstigningerne kan have en realøkonomisk forklaring.

**... men indgreb kan dog hurtigt komme på tale**

Udviklingen bør dog følges nøje. Boligpriserne stiger hurtigt, og de kan i løbet af relativt kort tid komme mere grundlæggende ud af trit med de fundamentale forhold. En konkret mulighed vil i givet fald være at stramme adgangen til afdragsfrie lån, som har udgjort en svagt stigende andel af det samlede udlån i og omkring København og Aarhus. Begrænsning i muligheden for afdragsfrihed vil udgøre en ulempe for boligkøbere, der benytter afdragsfriheden til at tilbagebetale dyrere banklån, men vil omvendt bidrage til at polstre boligkøberne og begrænse gældsætningen. En begrænsning af muligheden for afdragsfrihed vil dermed være velegnet til at adressere risikoen for, at et fald i boligpriserne, eksempelvis som følge af en rentestigning, kan føre til et fald i det private forbrug.

**Rentefradragsretten bør kun ændres som led i en samlet reform af kapitalbeskatningen**

Det aktuelt lave renteniveau gør det umiddelbart naturligt at overveje at reducere eller helt fjerne rentefradragsretten. En reduktion af den skattemæssige værdi af rentefradraget vil alt andet lige bidrage til, at boligpriserne reduceres. Samtidig vil et sådan tiltag isoleret set reducere den skattemæssige subsidiering af boliger, der følger af en lav ejendomsværdiskat. Det er imidlertid samtidig væsentligt at se rentefradragsretten i sammenhæng med beskatningen af øvrige kapitalindkomster, jf. også De Økonomiske Råds formandskab (2019). Ændringer på dette område bør derfor ske som led i strukturelle overvejelser, og ikke ud fra et ønske om at regulere de kortsigtede prisbevægelser på boligmarkedet.

## LITTERATUR

Alesina, A. og A. Passalacqua (2015): The Political Economy of Government Debt. NBER Working Paper no. 21821.

Andersen, H.Y. og S. Leth-Petersen (2019): Housing Wealth or Collateral: How Home Value Shocks Drive Home Equity Extraction and Spending, CEPR discussion paper no. 13926.

Andersen, T.M., M. Svarer og P. Schröder (2021): Rapport fra den økonomiske ekspertgruppe vedrørende udfasning af hjælpepakker II. 3. maj 2021.

Armantier, O., L. Goldman, G. Koşar og W. van der Klaauw (2021): An Update on How Households Are Using Their Stimulus Checks. Liberty Street Economics. [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org).

Bager, P., J. Wohlfahrt, J. Fonager, M. Albertsen, T.Y. Michaelsen, C.H. Møller, S. Ethelberg, R. Legarth, M.S.F. Button, S.M. Gubbels, M. Voldstedlund, K. Mølbak, R.L. Skov, A. Fomsgaard og T.G. Krause (2021): Increased risk of hospitalisation associated with infection with SARS-CoV-2 lineage B.1.1.7 in Denmark. *The Lancet Preprint*. 9. februar 2021.

Beraja, M. og C. Wolf (2021): Demand composition and the Strength of Recoveries. Arbejdspapir. 20. februar 2021.

Berson, C., H. Camatte og S. Nevoux (2020): Short-time work: a useful tool in time of crisis. *Banque de France Eco Notepad* (158). 20. April 2020. [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr).

Beskæftigelsesministeriet (2020): Aftale om ny ret til tidlig pension. 20. oktober 2020.

Bianchi, C. og M. Menegatti (2011): Rules versus discretion in fiscal policy. *The Manchester School*, 80 (5), s. 603-29.

Blanchard, O. (2019): Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109 (4), s. 1197-1229.

Blanchard, O. (2021a): In defense of concerns over the \$1.9 trillion relief plan. Peterson Institute. Realtime Economic Watch.



Blanchard, O. (2021b): Thoughts about fiscal policy. Slides fra konferenceoplæg. Januar 2021.

Blanchard, O. og J. Pisani-Ferry (2021): Persistent COVID-19: Exploring potential economic implications. Peterson Institute. Realtime Economic Issues Watch.

Blanchard, O., A. Leandro og J. Zettelmeyer (2021): Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards. PIIE Working Paper.

Boligsiden (2021): Danskerne forventer fortsat stigende boligpriser i 2021. Nyhed. 23. januar 2021. [www.boligsiden.dk](http://www.boligsiden.dk).

Boligøkonomisk Videncenter (2021): *Boligmarkedet – Danskernes forventninger, 1. kvartal 2021*. 17. maj 2021.

Calmfors, L. (2004): Finn Kydland and Edward Prescott's Contribution to Dynamic Macroeconomics: The Time Consistency of Economic Policy and the Driving Forces Behind Business Cycles. Kungl. Vetenskapsakademien, Stockholm.

Cecchetti, S. og R. Moessner (2008): Commodity prices and inflation dynamics. *BIS Quarterly Review*. December 2008, s. 55-66.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko og M. Weber (2020): How Did U.S. Consumers Use Their Stimulus Payments? NBER Working Papers no. 27693.

Congressional Budget Office (2021): *The Budget and Economic Outlook: 2021 to 2031*. 11. februar 2021.

Danmarks Nationalbank (2020a): Moderat tilbageslag på boligmarkedet. Economic Memo (5). 21. januar 2020.

Danmarks Nationalbank (2020b): Strammere låneregler har gjort boligejerne mere robust. Analyse (1). 17. juni 2020.

Danmarks Nationalbank (2021a): Status og fremtidsudsigter for dansk økonomi i lyset af de afsluttede overenskomstforhandlinger. Tale ved DJØFs forhandlerkonference. 17. maj 2021.

Danmarks Nationalbank (2021b): Lempelige finansielle vilkår understøtter realøkonomien. *Monetære og finansielle tendenser – marts 2021*. Analyse (6). 17. marts 2021.

Danmarks Nationalbank (2021c): Stor geografisk forskel i afdragsfrihed. *Bank og realkredit, balancer, februar 2021*. 25. marts 2021.

Danmarks Nationalbank (2021d): Bankerne er klar til udløb af statslig likviditetsstøtte. Analyse (10). 28. april 2021.

Danmarks Statistik (2021): Danskernes samlede formue endte i ny rekord. Nyt fra Danmarks Statistik (121). 31. marts 2021.

Danske Bank (2021): Tro på stigende priser, men bekymring for boligboble. Indsigt. 3. maj 2021. [www.danskebank.com](http://www.danskebank.com).

De Økonomiske Råds formandskab (2019): *Dansk Økonomi, forår 2020*.

De Økonomiske Råds formandskab (2020a): Vurdering af den økonomiske situation i lyset af coronakrisen. Prognoseopdatering. 16. juni 2020.

De Økonomiske Råds formandskab (2020b): *Dansk Økonomi, efterår 2020*.

De Økonomiske Råds formandskab (2021): *Produktiviteten, 2021*.

De Økonomiske Råds sekretariat (2020): Den økonomiske situation og den økonomiske politik i lyset af coronakrisen. Baggrundsnotat. 16. juni 2020.

Den faglige referencegruppe (2021): *Vurdering vedrørende genåbning fra den faglige referencegruppe til covid-19 nationalt varslingssystem*. Januar 2021.

Det Systemiske Risikoråd (2021): 32. møde i Det Systemiske Risikoråd. Pressemeddelelse. 23. marts 2021. [www.risikoraad.dk](http://www.risikoraad.dk).

Doria-Rose, N., M.S. Suthar, M. Makowski, S. O'Connell, A.B. McDermott, B. Flach, og P. Kunwar (2021): Antibody Persistence through 6 Months after the Second Dose of mRNA-1273 Vaccine for Covid-19. *The New England Journal of Medicine*. 6. april 2021.

Dæncker, P. (2021): Hidden discrimination in the Danish labour market: evidence from the COVID-19 crisis. Speciale fra Aarhus Universitet under vejledning af M. Svarer.

ECB (2021): The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area. ECB Occasional Paper Series no. 255.

Edelberg, W. og L. Sheiner (2021): The Macroeconomic Implications of Biden's \$1.9 Trillion Fiscal Package. Brookings Institute. Blogindlæg.

Erhvervsministeriet (2016): Vejledning om forsigtighed i kreditvurderingen ved belåning i vækstområder mv. Vejledning (9051). 29. januar 2016. [www.retsinformation.dk](http://www.retsinformation.dk).

EU-Kommissionen (2015): Report in Public Finances in EMU 2015. Institutional Paper (14). 16. december 2015.

EU-Kommissionen (2019): Vade Mecum on the Stability and Growth Pact – 2019 Edition. Institutional Paper (101). 2. april 2019.

EU-Kommissionen (2020a): Coronavirus: Commission proposes to activate fiscal framework's general escape clause to respond to pandemic. Pressemeddelelse. 20. marts 2020.

EU-Kommissionen (2020b): Brev fra Valdis Dombrovskis og Paolo Gentiloni til finansminister Nicolai Wammen. 19. september 2020. <https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/dk.pdf>.

EU-Kommissionen (2020c): Assessment of the 2020 Convergence Programme for Denmark. 20. maj 2020.

EU-Kommissionen (2020d): Rebound interrupted as resurgence of pandemic deepens uncertainty. *Autumn 2020 Economic Forecast*. November 2020.

EU-Kommissionen (2021a): Spørgsmål og svar vedrørende covid-19-vacciner i EU. [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

EU-Kommissionen (2021b): Rolling up sleeves. *Spring 2021 Economic Forecast*. Maj 2021.

EU-Kommissionen (2021c): One year since the outbreak of COVID-19: fiscal response. *Communication from the Commission to the Council*. 3. marts 2021.

Finansministeriet (2020): *Økonomisk Redegørelse, december 2020*.

Furman, J. og L. Summers (2020): A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Udkast til artikel.

Hansen, C.H., D. Michlmayr, S.M. Gubbels, K. Mølbak og S. Ethelberg (2021): Assessment of protection against reinfection with SARS-CoV-2 among 4 million PCR-tested individuals in Denmark in 2020: a population-level observational study. *The Lancet*. 397 (10280), s. 1204-1212.

IMF (2021a): *World Economic Outlook*. April 2021.

IMF (2021b): Denmark: Staff Concluding Statement of the 2021 Article IV Mission. 11. maj 2021. [www.imf.org](http://www.imf.org).

Justitsministeriet (2021): *Ny aftale om yderligere genåbning*. 4. maj 2021.

Kydland, F.E. og E.C. Prescott (1977): Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85 (3), s. 473-492.

Lavine, J.S., O.N. Bjornstad og R. Antia (2021): Immunological characteristics govern the transition of COVID-19 to endemicity. *Science*, 371 (6530), s. 741-45.

Lucas, R.E. og N. Stokey (1983): Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital. *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), s. 55-94.

Mattana, E., V. Smeets og F. Warzynski (2020): Changing Skill Structure and COVID-19. *Covid Economics*. 45, s. 1-30, CEPR press.

Nature (2021): *The coronavirus is here to stay — here's what that means*. 16. februar 2021. [www.nature.com](http://www.nature.com).

Ngai, L.R. og S. Tenreyro (2014): Hot and Cold Seasons in the Housing Market. *American Economic Review*, 104 (12), s. 3991-4026.

OECD (2021): Strengthening the recovery: The need for speed. *OECD Economic Outlook, Interim Report*. Marts 2021.

Orszag, P.R., R.E. Rubin og J.E. Stiglitz (2021): Fiscal Resiliency in a Deeply Uncertain World: The Role of Semiautonomous Discretion. *PIIE Policy Brief*. Januar 2021.

Pfizer (2021): Pfizer and BioNTech Confirm High Efficacy and No Serious Safety Concerns Through Up to Six Months Following Second

Dose in Updated Topline Analysis of Landmark COVID-19 Vaccine Study. Pressemøde. 1. april 2021.

Realkredit Danmark (2020): Overraskende kraftig boligprisvækst – men gælden accelererer ikke fra indkomsterne. Analyse. 17. december 2020.

Realkredit Danmark (2021): Cheføkonom: Prisfest på boligmarkedet, men boble udebliver. Indsigt. 18. marts 2021. [www.danskebank.com](http://www.danskebank.com).

Regeringen (2020): *Danmarks Konvergensprogram 2020*. Maj 2020.

Regeringen (2021): *Danmarks Konvergensprogram 2021*. April 2021.

Reserve Bank of New Zealand (2021): Reserve Bank of New Zealand (Replacement of Remit for Monetary Policy Committee) Order 2021. 22. februar 2021.

Spange, M. (2011): Commodity Prices and Inflation in Denmark. I Danmarks Nationalbank: *Monetary Review*. Andet kvartal 2011, s. 79-88.

STAR (2021): Rekrutteringssurvey. Marts 2021.

Statsministeriet (2021): *Rammeaftale om plan for genåbning af Danmark*. 22. marts 2021.

Stokey, N.L. (2003): "Rules vs. Discretion" after Twenty-five Years. *NBER Macroeconomics Annual 2002*, 17, s. 9-45.

Sundhedsstyrelsen (2021): Både vaccination mod COVID-19 og overstået COVID-19-infektion giver immunitet i mindst 8 måneder. Pressemøde. 18. maj 2021. [www.sst.dk](http://www.sst.dk).

The Scientist (2021): Will Delaying Vaccine Doses Cause a Coronavirus Escape Mutant? 4. februar 2021. [www.the-scientist.com](http://www.the-scientist.com).

WHO (2021a): In the COVID-19 vaccine race, we either win together or lose together. Nyhed. 10. februar 2021. [www.who.int](http://www.who.int).

WHO (2021b): The effects of virus variants on COVID-19 vaccines. 1. marts 2021. [www.who.int](http://www.who.int).

YouGov (2021): International study: How many people will take the COVID vaccine? 15. januar 2021. [www.yougov.co.uk](http://www.yougov.co.uk).

Økonomistyrelsen (2021): *Statsregnskabet 2020*. April 2021.

