

Hvor hårdt vil corona-krisen ramme den danske økonomi?

Af Carl-Johan Dalgaard

Danmark er en lille åben økonomi, som er stærkt påvirket af den økonomiske udvikling i omverdenen. At coronakrisen rammer os hårdt, er derfor helt givet. Men hvor hårdt er langt sværere og mere usikkert at spå om. Her er et forsøg.

I midten af juni præsenterede formandskabet for De Økonomiske Råd en analyse for dansk økonomi i 2020 og 2021, hvor vi opererer med to scenarier for de kommende år: et hovedscenarie, og et mere pessimistisk alternativt scenarie. I hovedscenariet ventes bruttonationalproduktet at falde godt fire procent i 2020, mens tilbageslaget er godt syv procent i det pessimistiske scenarie. Hovedscenariet indebærer, at BNP ved udgangen af 2021 er i nærheden af dét niveau, som det ville have haft i det

kontrafaktiske tilfælde, at pandemien aldrig havde fundet sted. I det pessimistiske scenarie er BNP ved udgangen af 2021 en del under dette.

Et centralt element i analysen knytter sig til udviklingen i eksporten og dermed indirekte til udviklingen i aktiviteten i omverdenen. I den sammenhæng indeholder hovedscenariet et historisk stort tilbageslag i eksporten på over 12 procent i 2020. I det pessimistiske scenarie andrager faldet godt 18 procent.

Når vi taler om genopretning af økonomien, skal en del af forskellen mellem de to scenarier tilskrives hvor hurtigt, aktiviteten i omverdenen retter sig, og dermed hvor hurtigt eksporten antages at gøre det samme. I det følgende diskuterer jeg, hvor stor en rolle eksportudviklingen potentielt vil spil-

Carl-Johan Dalgaard (f. 1971) er professor i økonomi ved Københavns Universitet. Han beskæftiger sig primært med makroøkonomi med fokus på økonomisk vækst og udvikling. Siden 2014 har Dalgaard været én af de fire økonomiske vismænd i De Økonomiske Råd. Siden februar 2020 er han overvismand.

le for COVID-19-krisen i Danmark på kort sigt.

Men inden jeg vender mig mod eksportsiden, er det værd at bemærke, at en række andre ubekendte også har betydning. Krisen må ventes at lede til en forbrugsnedgang i 2020. Modsat hovedscenariet forudsætter vores pessimistiske scenarie, at den generelle forbrugsefterspørgsel viger kraftigt som følge af, at folk af forsigtighed vælger at spare op. Det er endnu for tidligt at sige, hvor markant reduktionen bliver på dette punkt. Desuden inddrager vores scenarier af gode grunde ikke effekten af de finanspolitiske tiltag, Folketinget efterfølgende vedtog. Udbetaling af feriepenge samt den målrettede forbrugsstøtte til økonomisk udsatte grupper vil formentlig mildne tilbageslaget i 2020.

Et andet vigtigt sæt af ubekendte handler om de langsigtede, mere strukturelle konsekvenser af krisen. Ingen af ovennævnte scenarier opererer med, at pandemien har strukturelle effekter på økonomien; det lægges til grund, at pandemien ikke har efterdønninger, der for eksempel påvirker beskæftigelse og realløn, når der ikke længere er grund til at 'holde afstand'.

Denne antagelse har kun beskeden betydning for BNP i 2020 og 2021, men den er helt afgørende for den langsigtede udvikling i velstanden og for de offentlige finansers holdbarhed. Eksempelvis kan et sammenbrud af inden- og udenlandske forsyningskæder betyde lavere produktivitet på mellemlang sigt. Det er at betragte som en 'strukturel effekt', hvorfor den således ikke er indregnet i de scenarier, vi fremlagde i juni.

Epidemiologiske faktorer vil utvivlsomt være afgørende for holdbarheden af denne antagelse. Bliver man immun, hvis man gennemlever sygdommen? Hvor lang tid varer en sådan immunitet i givet fald? Pådrager den enkelte sig varige sundhedsmæssig mén af at have været syg? Er der en vaccine eller effektiv behandling i sigte? Jo længere tid, smitten er en kilde til akut sundhedsmæssig bekymring, desto længere vil den økonomiske krise vare, og desto mere udtalte må de strukturelle effekter på økonomien ventes at blive. Meget vigtige spørgsmål, der dog ligger uden for sigtet af nærværende artikel.

Omverdenens enorme betydning

For en lille og så åben økonomi som den danske, hvor eksporten udgør rundt halvdelen af BNP, er det naturligvis afgørende, hvor godt omverdenen kommer igennem krisen. Traditionelt er det sådan, at hvis BNP blandt vores samhandelspartnere falder én procent, vil eksportefterspørgslen vige med cirka to procent (denne størrelse er omdiskuteret, men den her anvendte elasticitet vil dog nok anses for at være rimelig af de fleste). Siden eksporten af varer og tjenester udgør 50 procent af Danmarks BNP, vil et fald i eksportefterspørgslen på én procent mindske BNP i Danmark med cirka 0,5 procent. I normale tider vil man således som tommelfingerregel vente, at et fald i BNP blandt vores samhandelspartnere procentuelt påvirker dansk BNP cirka én til én på kort sigt.

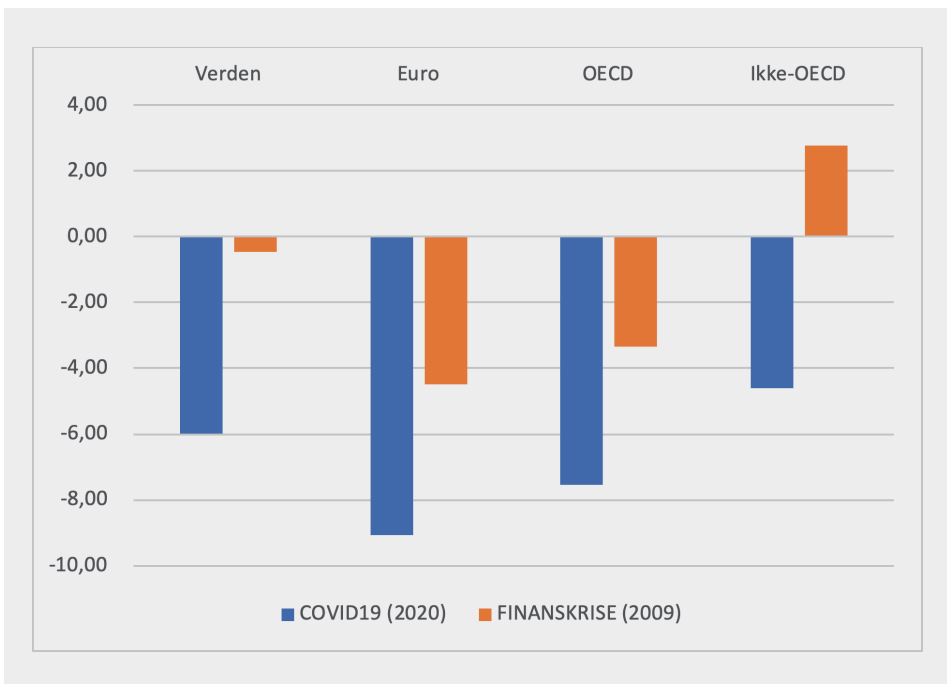
Det efterlader os med to centrale spørgsmål. Hvor stort et fald blandt vores samhandelspartnere er der ud-

sigt til? Og hvor sikker kan man være på, at den historisk bestemte sammenhæng mellem udenlandsk aktivitet og dansk eksport også er retvisende i nuværende krise?

Siden vores scenarieanalyse udkom i begyndelsen af juni, har OECD udgivet en ny prognose for effekterne af COVID-19 på den økonomiske aktivitet verden over. Figur 1 (herunder) viser resultaterne fra et scenarie, hvor verden kun rammes én gang af behov for nedlukning med videre. Resultaterne er en smule mere pessimistiske end de, der lå til grund for vores scenarieanalyse for Danmark.

For det første står det klart, at en global recession ikke kan undgås. I 2020 sandsynliggør OECD's analyse således et fald i globalt BNP på hele seks procent. Tallet er i sig selv bemærkelsesværdigt stort. Men det særligt bemærkelsesværdige ved COVID-19-krisen er, at nedgangen ses i alle regioner på kloden. Sædvanligvis rammer kriser betydeligt mere ujævnt, selv når de antager en global karakter.

Et eksempel er det værste år i Finanskrisen, nemlig 2009. Her faldt det globale BNP med knap én procent; der var således tale om global recession. Men det tal dækker over en til-



FIGUR 1: OECD's juni-prognose for vækst i BNP i 2020 samt BNP-vækst i 2009 for udvalgte områder.

(Kilde: OECD Economic Outlook Database.)

bagegang internt i OECD på cirka 3,5 procent, mens der var fremgang uden for OECD. I 2009 voksede økonomierne uden for OECD rent faktisk med næsten 3 procent. Til forskel involverer det scenarie, vi nu ser ind i, ganske dramatiske fald i BNP også i landene uden for OECD.

Det skal siges, at analyser af denne type er meget usikre, og det gælder i særlig grad i den nuværende situation, hvor vurderingerne også skal tage højde for historisk usete initiativer, såsom midlertidig nedlukning af dele af økonomien på den ene side, men også historisk store hjælpepakker på den anden side. Det kan være nyttigt at tage et par illustrationer af omfanget af denne usikkerhed med.

Hvis man ser på data fra finansmarkederne, særligt prisen på såkaldte *dividend futures* (kontrakter, hvor man mod et gebyr modtager fremtidige dividendeudbetalinger på det underliggende aktieindeks, red.) forekommer udslagene at være mindre pessimistiske, end hvad OECD opererer med. I begyndelsen af juni var det implicite skøn for BNP-udviklingen i USA for 2020 (afledt af udviklingen i aktivpriser) et fald på to procent, mens OECD's scenarier tilsiger et fald på cirka 7,5 procent. Aktiemarkedet synes ligeledes langt mere optimistisk end OECD, når det gælder krisens dybde i EU. I begyndelsen af juni indikerede udviklingen i prissætningen på *dividend futures* et fald i EU på omkring 3 procent.

En anden illustration af, hvor usikkert skønnet for globalt BNP kan være, er en potentielt alvorlig begrænsning ved de analysemodeller, makroøkonomer betjener sig af, set i relation til

nærværende krise: de makroøkonomiske effekter af fysisk interaktion mellem mennesker – indenlandsk såvel som på tværs af grænser – ignoreres. Det er uheldigt, eftersom en pandemi i første instans reducerer lysten til at omgås andre mennesker. En vurdering af gennemslaget på realøkonomien fordrer i realiteten kendskab til en sådan adfældsændrings effekt på realøkonomien. Naturligvis tager prognosemodellerne bestik af, hvordan krisen fører til mulige reduktioner i for eksempel forbrug, som ofte fordrer interaktion mellem mennesker. Men nævnte modelmæssige begrænsning gør det uklart, om størrelsesordnerne er korrekt afstemt. Hvor meget reduceres forbruget eksempelvis af, at folk ikke ønsker at omgås hinanden?

Endvidere er spørgsmålet, om forbrug (og investeringer) er de eneste størrelser, der påvirkes af det internationale stød til, hvor stor fysisk interaktion der er mellem mennesker, eller om det for eksempel også kan påvirke produktiviteten. Hvis person-til-person-kontakt er vigtig for at vedligeholde og udbygge eksisterende forsyningskæder, eller for inspiration til nye forretningsforehavender, kan man sagtens forestille sig dette.

Det er umuligt at svare udtømmende på, hvor meget dette vil kunne betyde for BNP. Men forskningen kan give en vis indikation af, om der er noget at bekymre sig over. Som empirisk mål for den potentielle fysiske interaktion mellem mennesker kan man for eksempel fokusere på ind- og udrejsende som andel af et lands befolkning eller arbejdsstyrke. Disse størrelser udvi-

ser en meget robust positiv sammenhæng med BNP per capita på tværs af kloden; lande med en større andel ind- og udrejsende er mere produktive og velstående.

Det er klart, at tilskyndelsen til at besøge et land kan være større, jo mere velstående det pågældende land er. Ligeledes kan muligheden for, at landets borgere kan rejse ud, meget vel være større i mere velstående lande. Men selv hvis man renser ud for den slags effekter, tyder data på, at en forøgelse af rejseintensiteten på én procent øger BNP per capita med knap 0,1 procent på kort sigt.

Sagen er så den, at det globale rejseomfang i juni 2020 ifølge Verdens Turismeorganisation potentielt kan falde 60-80 procent i 2020. Anvender vi førnævnte estimat, efterlades vi med et potentielt fald i globalt BNP på 4 til 5,5 procent. Det svarer til mellem to tredjedele og tre fjerdedele af den nedgang i global BNP, som OECD's analyse når frem til.

Finansmarkederne synes at mene, at OECD overvurderer krisens dybde. I hvert fald hvad angår USA og EU. Aktiemarkederne har imidlertid taget fejl før.

Men siden data tilsiger, at hovedparten af effekten af rejseaktiviteten synes at gå igennem produktiviteten (totalfaktorproduktivitet, i økonomjargon), er det et bidrag til den økonomiske udvikling, som OECD i al væsentlighed ikke lader til at tage højde for. Med andre ord er der en risiko for, at OECD undervurderer nedgangen i global økonomisk aktivitet i forbindelse med COVID-19-krisen.

Disse bemærkninger skulle gerne give indtryk af, hvor store usikkerhedsmomenterne er i at vurdere tilbageslagets omfang. Finansmarkederne synes at mene, at OECD overvurderer krisens dybde. I hvert fald hvad angår USA og EU. Aktiemarkederne har imidlertid taget fejl før.

Direkte estimater af effekterne af mindsket rejseaktivitet, som er meget voldsomt påvirket af COVID-19, tyder omvendt på, at OECD potentielt undervurderer det globale tilbageslag. Men det er uklart, om den historiske sammenhæng mellem BNP og rejseaktivitet kan bruges i den nuværende situation – ikke mindst på grund af de muligheder, der er for at kompensere for fysiske rejser via internetaktiviteter.

Faktum er, at det plausible udfaldsrum for, hvor globalt BNP ender ved udgangen af 2020, er usædvanligt stort.

Hvad sker der med eksporten?

Den anden store ubekendte er, hvordan aktivitetsfaldet i omverdenen 'sætter sig' i den danske eksport. Den vel nok væsentligste grund til usikkerhed er, at COVID-19-krisen har ramt økonomiens sektorer på usædvanlig vis. Normalt er det sådan, at konjunkturtilbageslag umiddelbart rammer industrien relativt hårdere end tjenesteehvervene. I COVID-19-krisen ser det ud til at være omvendt.

Under COVID-19-krisen har de hårdest ramte brancher i vid udstrækning hidtil været de personlige tjenesteydelser. Det har betydning for, hvor voldsomt BNP-nedgangen manifesterer sig i en eksportnedgang for dansk

erhvervsliv, da tjenestesektorer i hele verden har et mindre importindhold end industrien. En undtagelse er naturligvis rejsebranchen, som rammes hårdt. Siden servicesektorens andel af økonomien øger ved stigende velstand, vil tilbageslag, der særligt rammer denne branche, ventes at have størst makroøkonomisk effekt i rigere områder. Det forhold, at tjenestesektoren er særligt hårdt ramt, er i øvrigt også en del af årsagen til, at rigere lande gennemgående er hårdere ramt i 2020 end fattigere lande.

Samlet kan man derfor håbe på, at gennemslaget på dansk eksport af aktivitetsnedgangen i omverdenen er mindre end forholdet én til to, som vil være forventningen baseret på historiske erfaringer. Der er imidlertid to forhold, der kan udfordre optimismen.

Den første udfordring består i, at den danske eksport består af meget andet end af varer; faktisk udgør tjenesteeksporten i dag omkring halvdelen af den samlede eksport. Og dele af tjenesteeksporten rammes usædvanlig hårdt, herunder de rejserelaterede tjenester. Men hovedparten af den danske tjenesteeksport er dog varerelateret, for eksempel shippingaktiviteterne. Hvis vareeksporten ikke rammes så hårdt af krisen som normalt set i krisetider, vil tilbageslaget i tjenesteeksporten derfor også kunne ventes at blive mindre end normalt, samlet set.

En anden udfordring knytter sig til det forhold, vi diskuterede ovenfor: krisen er usædvanligt verdensomspændende. Dermed ses også tilbagegang i markeder, der normalt ikke opfører sig

synkront med konjunkturudviklingen på vores breddegrader. Det kan lede til en forstærkning af eksportnedgangen relativt til, hvad der normalt ville være forventeligt. Men dels er det danske handelsomfang mindre med lande uden for OECD end med OECD-lande, og dels er hovedparten af den danske eksport til mere fjerntliggende himmelstrøg mindre konjunkturfølsom, da den hovedsageligt blandt andet består af medicinalprodukter og fødevarer.

Samlet set er der derfor grund til at tro, at nedgangen i globalt BNP kan vise sig at have mindre konsekvenser for dansk økonomi end ved 'normale tilbageslag'. Det betyder, at en nedgang i aktiviteten blandt vores samhandelspartnere på én procent kan lede til en reduktion i eksporten på mindre end omtalte to procent. Det ændrer ikke ved, at nedgangen i aktiviteten bliver stor, da krisen er meget dyb. Men det kan mildne størrelsen på tilbageslaget i forhold til dét, vi på nuværende tidspunkt forestiller os.



I yderste instans vil den fulde økonomiske effekt af krisen afhænge af en række epidemiologiske ubekendte.

Det er vigtigt at understrege, at disse overvejelser alene knytter sig til den umiddelbare effekt af COVID-19-krisen. Jo længere tid, krisen står på (jævnfør de epidemiologiske ubekendte), desto større må man forvente, at de afledte effekter på industrien bliver, og desto mere udtalt bliver derfor også effekten på dansk vareeksport. Hertil kommer, at krisen kan påvirke øko-

nomien strukturelt. Jo længere krisen varer, desto mere sandsynligt er dette.

Alt afhænger af krisens længde

Danmark er en lille, åben økonomi, hvorfor COVID-19-krisen – givet dens globale gennemslagskraft – vil sætte et alvorligt aftryk i den økonomiske aktivitet for 2020, og de kommende år. De eksisterende estimater for størrelsen på det globale økonomiske tilbageslag er fortsat meget usikre, men peger alle i retning af markante reduktioner i globalt BNP for 2020. Hvor voldsom den afledte effekt bliver på dansk økonomi, afhænger af hvor stor den afledte effekt på den danske eksport ender med at blive. Man kan på dette punkt fundere en vis optimisme i, at COVID-19-krisen primært har ramt tjenestesektoren, som er mindre importintensiv end in-

dustrien, der under traditionelle tilbageslag tager det største umiddelbare stød.

I yderste instans vil de fulde økonomiske effekter af krisen dog afhænge af en række epidemiologiske ubekendte. Hvis smitten giver varige mén, hvis immunitet er kortvarig, og hvis en vaccine ikke kan tilvejebringes, må krisen ventes at blive langvarig. I så fald må det også ventes, at tilbageslaget giver anledning til markante strukturelle effekter på økonomien. Omvendt, hvis de epidemiologiske udfordringer fortager sig hurtigt, er der fortsat grund til optimisme om, at COVID-19-krisen bliver relativt kortvarig i forhold til for eksempel finanskrisen.

○○○