

DANMARKS NATIONALBANK

6. SEPTEMBER 2021 — NR. 21

ECB's nye strategi og dansk økonomi



Det danske fastkursregime upåvirket

Ændringerne til ECB's pengepolitiske strategi har ingen implikationer for udførelsen af fastkurspolitikken.

[Læs mere](#)



Ændringerne kan være positive for dansk økonomi

ECB's nye strategi kan øge robustheden af økonomien i euroområdet og bringe inflationen tættere på målet, hvilket også kan gavne dansk økonomi.

[Læs mere](#)



Klimaforandringer og grøn omstilling i fokus

Nationalbanken deler ECB's vurdering af, at klimaforandringer og den grønne omstilling kan påvirke prisstabiliteten og den finansielle stabilitet.

[Læs mere](#)

Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede en gennemgang af den pengepolitiske strategi, kort tid efter at Christine Lagarde tiltrådte som formand for Styrelsesrådet i november 2019.¹ Gennemgangen varede ca. 1,5 år og bestod bl.a. af 14 arbejdsprojekter. Formålet for ECB har været at øge mulighederne for at stabilisere økonomien og bringe inflationen tættere på målet ved lave renter. Ændringerne af ECB's pengepolitiske strategi blev offentliggjort den 8. juli 2021.

I denne analyse præsenteres ændringerne i ECB's strategi og de mulige påvirkninger af disse på dansk økonomi. Nationalbankens pengepolitiske renter er tæt forbundet med de pengepolitiske renter i euroområdet på grund af fastkurspolitikken. Det betyder bl.a., at ændringer i måden, hvorpå ECB fører pengepolitik, kan have betydning for dansk økonomi.

Ændringerne i ECB's pengepolitiske strategi influerer ikke på, hvordan Nationalbanken implementerer pengepolitikken.² Før revisionen af pengepolitikken reagerede ECB på udsving i inflation ved at justere de pengepolitiske styringsrenter. Det vil ECB fortsat gøre, men reaktionen på udsvingene i inflationen vil være en smule anderledes. Før var målet at holde inflationen tæt på, men under 2 pct. på mellemlangt sigt. Med den nye strategi er inflationsmålet nu symmetrisk omkring 2 pct. Det betyder, at ECB vurderer en given afvigelse i inflationen, enten over eller under målet, som værende lige u hensigtsmæssig. ECB's tilpasning af inflationsmålsætningen får ingen betydning for den måde, som Nationalbanken fører fastkurspolitik på.

ECB har også annonceret, at de i kriseperioder, hvor de pengepolitiske renter kan være begrænset af en effektiv nedre grænse, kan gøre brug af ukonventionel pengepolitik, som eksempelvis opkøb af finansielle aktiver. ECB har tidligere anvendt ukonventionel pengepolitik. Forskellen er dog, at ECB nu allerede inden den næste store krise har annonceret ekstraordinært lempelig pengepolitik. Samlet set vurderes ændringerne at kunne have små positive indvirkninger på dansk økonomi.

Hvorfor en strategisk gennemgang af ECB's pengepolitik?

Der er flere grunde til, at ECB besluttede at gennemgå den pengepolitiske strategi. Beslutningen hænger bl.a. sammen med følgende faktorer:³

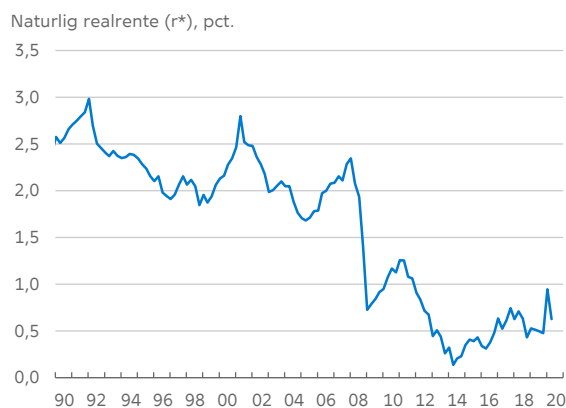
1. En faldende naturlig realrente (r^*)
2. En effektiv nedre grænse for de pengepolitiske renter (*effective lower bound*, ELB)
3. Udfordringer med at nå inflationsmålsætningen.⁴

r^* er faldet i euroområdet

r^* er det niveau for realrenten, der bringer den faktiske aktivitet i økonomien på linje med den potentielle. Med den potentielle økonomiske aktivitet menes en aktivitet, der er forenelig med en stabil pris- og lønudvikling. Niveauet for r^* er afgørende for den pengepolitiske position, dvs. om centralbankens pengepolitiske renter stimulerer eller dæmper væksten i økonomien. Således bør de pengepolitiske renter i modsvar til et økonomisk tilbageslag med lav inflation sættes, så realrenten er lavere end r^* . Siden 1990'erne er r^* faldet på globalt plan, herunder i euroområdet, se figur 1.

Faldet i den naturlige realrente betyder, at en given pengepolitik bliver mindre stimulerende

Figur 1



Anm.: Estimater for r^* i euroområdet.
 Kilde: Macrobond og Holston mfl. (2017).

1 Gennemgangen blev iværksat d. 23. januar 2020, og indtil da havde ECB senest foretaget en gennemgang af den pengepolitiske strategi i 2003 ([link](#)).

2 Se information om ECB's gennemgang af pengepolitikken ([link](#)).

3 Se ECB's egen beskrivelse her ([link](#)).

4 Disse faktorer har også været en del af baggrunden for, at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, gennemgik sin pengepolitiske strategi i løbet af 2019 med annoncering af ændringerne d. 27. august 2020.

Faldet kan bl.a. ses på baggrund af den demografiske udvikling, en lavere produktivitetsvækst, større ulighed og højere efterspørgsel efter at holde sikre aktiver.⁵

Faldet i r^* og en nedre grænse for pengepolitiske renter mindsker mulighederne for at stimulere økonomien via rentenedsættelser. Samtidig har inflationsforventningerne i euroområdet været lave og ligget en del under 2 pct. i perioden mellem 2013 og 2020, se figur 2.⁶ Dertil kommer, at den faktiske inflation i mindre grad end tidligere har været på linje med ECB's tidligere målsætning om en inflation tæt på, men under 2 pct., se figur 3.

Hvad indebærer revisionen af ECB's pengepolitiske strategi?

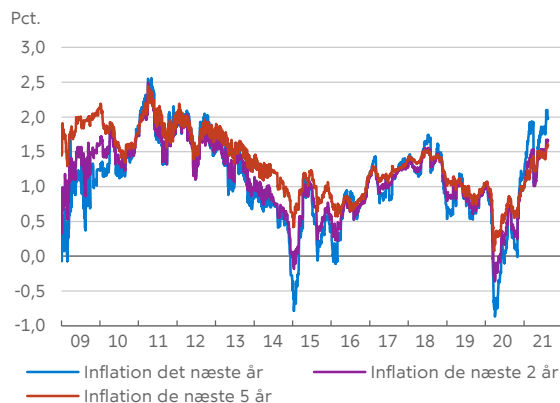
ECB har som resultat af den pengepolitiske gennemgang besluttet sig for følgende:

1. Introduktionen af et symmetrisk inflationsmål på 2 pct. på mellemlangt sigt.
2. Udviklingen i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) – et mål for inflation – forbliver det aktuelle inflationsmål, men der arbejdes mod at inkludere udviklingen i omkostninger forbundet med ejerboliger.
3. Pengepolitikken holdes lempelig i længere tid, i perioder hvor de pengepolitiske renter har ramt den effektive nedre grænse. Ukonventionel pengepolitik gøres hermed til en fast del af den pengepolitiske værktøjskasse, se boks 1.
4. Klimaforandringer og den grønne omstilling skal indgå i overvejelserne omkring pengepolitikens udformning.

ECB har herudover annonceret, at den pengepolitiske strategi vil blive gennemgået igen i 2025. Appendiks 1 beskriver udmeldingerne nærmere og

Inflationsforventningerne har været lave i en længere årrække

Figur 2

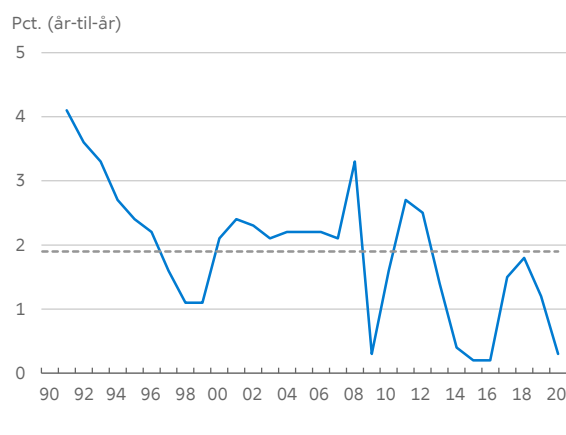


Anm.: Inflationsforventninger for euroområdet er udledt på grund af inflationsswaprenten og kan fortolkes som den forventede gennemsnitlige årlige inflationsrate de næste 1, 2 eller 5 år.

Kilde: Thomson Reuters Eikon og Danmarks Nationalbank.

Over det seneste årti har den gennemsnitlige faktiske inflation ligget under ECB's målsætning

Figur 3



Anm.: Inflation i euroområdet. Baseret på det harmoniserede forbrugerprisindeks, HICP. Den stiplede linje repræsenterer ECB's tidligere målsætning om en inflation på tæt på, men under 2 pct.

Kilde: Refinitiv Datastream.

⁵ Se bl.a. Brand mfl. (2018) og Adolfsen og Pedersen (2019).

⁶ Dog har inflationsforventningerne på det seneste nærmet sig et niveau på 2 pct. De markedsbaserede inflationsforventninger indeholder andet end den underliggende inflationsforventning, såsom inflationsrisikopræmier, der kompenserer investoren for at påtage sig en risiko. Derfor afspejler swaprenten ofte mere end den faktiske inflationsforventning, hvilket kan sløre den sande forventning i markedet, se også Adolfsen mfl. (2020).

Hvad er ukonventionel pengepolitik?

Boks 1

Siden årene efter den globale finansielle krise har flere større centralbanker, herunder ECB, gjort brug af ukonventionelle pengepolitiske værktøjer til at stimulere den økonomiske aktivitet for at bringe inflationen tættere på målet. De ukonventionelle værktøjer indbefatter bl.a. brugen af forward guidance, opkøbsprogrammer (QE), langfristede markedsoperationer (LTRO) samt negative pengepolitiske renter (NIRP).

Med forward guidance signalerer centralbankerne en specifik fremtidig pengepolitik. Fx kan centralbankerne forpligte sig til ikke at trække den pengepolitiske stimulans tilbage, selvom inflationen nærmer sig målet, og aktiviteten er tilbage på det "normale" niveau. På den måde forsøger centralbankerne at påvirke forventningerne til de fremtidige pengepolitiske renter.

Med opkøbsprogrammerne (QE) køber centralbankerne finansielle aktiver. Disse aktiver er typisk statsobligationer, realkreditobligationer eller virksomhedsobligationer. Målet for centralbankerne er at presse obligationsrenterne ned, hvilket kan lede til efterspørgsel efter andre finansielle aktiver og derigennem stimulere efterspørgslen i økonomien.

Målrettede langfristede markedsoperationer (LTRO) er et værktøj, med hvilket centralbankerne kan tildele likviditet til finansielle institutioner til en fordelagtig rente, betinget af at disse øger udlånet til husholdningerne og virksomhederne i økonomien. Det var særligt udpræget under covid-19-krisen.

Under negative pengepolitiske renter (NIRP) bringer centralbanken de pengepolitiske styringsrenter under et niveau på 0.

gengiver udtalelser fra medlemmer af Styrelsesrådet.

Fra tæt på, men under 2 pct., til et symmetrisk inflationsmål på 2 pct.

ECB har indført et symmetrisk inflationsmål på 2 pct. over en mellemlang tidshorisont. Det erstatter det tidligere inflationsmål på tæt på, men under 2 pct. Overgangen til det symmetriske inflationsmål indebærer ikke umiddelbart en væsentlig ændring af ECB's måde at føre pengepolitik på. Men den symmetriske inflationsmålsætning kan modvirke opfattelsen i visse kredse af, at den gamle strategi var asymmetrisk, og at inflationsmålet var lavere end 2 pct.

Symmetrien hjælper til at modgå denne bekymring. Strategien signalerer nu utvetydigt, at en given vedvarende afvigelse, enten over eller under målet, af ECB vurderes som værende lige uhensigtsmæssig. Hvis ændringerne til strategien medvirker til en bedre forankring af inflationsforventningerne omkring 2 pct., vil det i gennemsnit føre til et større pengepolitisk råderum. Med et større råderum vil ECB have bedre muligheder for at stimulere økonomien i form af rentenedsættelser som modsvar til nedgang i økonomisk aktivitet og nedadgående pres på inflationen.

Ukonventionel pengepolitik er blevet konventionel, når de pengepolitiske renter befinder sig ved den nedre grænse

Med den nye pengepolitiske strategi signalerer ECB som beskrevet, at en given vedvarende afvigelse fra

inflationsmålet, enten over eller under 2 pct., vurderes som værende lige uhensigtsmæssig. Der er dog en undtagelse til dette. I tilfældet, hvor de pengepolitiske renter er begrænset af ELB, kan ECB vælge at lade inflationen overstige målet moderat i kortere perioder. Samtidig har ECB udmeldt, at ukonventionelle instrumenter bliver gjort til en fast del af de pengepolitiske instrumenter i disse tilfælde.

Niveauet for r^* forventes af ECB at forblive lavt, hvormed der også fremover vil være en stor sandsynlighed for, at de pengepolitiske renter med jævne mellemrum vil ramme ELB. ECB's strategi kan under visse forudsætninger have stabiliserende effekter for makroøkonomien samt bidrage til at reducere de negative implikationer af ELB-episoder, jf. boks 2.

Husholdningernes ejerboligudgifter skal inkluderes i beregningen af inflationen

ECB har besluttet at arbejde mod at få indarbejdet udviklingen i husholdningernes ejerboligudgifter i det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), som er ECB's foretrukne inflationsmål. Formålet er at gøre inflationsudviklingen mere repræsentativ for husholdningernes faktiske forbrugsomkostninger. Udgifter forbundet med ejerboliger indgår på nuværende tidspunkt ikke i HICP, hvor boligomkostningerne primært afspejler husholdningernes udgifter forbundet med lejeboliger.

En udfordring for ECB kan være, at HICP er opbygget på en sådan måde, at det udelukkende

Effekter af lave pengepolitiske renter i længere tid ved den effektive nedre grænse

Boks 2

En af ændringerne til ECB's strategi er overgangen til en symmetrisk inflationsmålsætning, med hvilken ECB har mulighed for at lade inflationen moderat overstige målet på 2 pct. i en kort periode. Under den gamle strategi, hvor målsætningen var en inflation tæt på, men under 2 pct., ville det have været problematisk at lade inflationen overstige 2 pct. på mellemlangt sigt. Symmetrien signalerer nu, at ECB vil kunne lade inflationen moderat overstige 2 pct. i forløbet efter en recession, der forventes at bringe de pengepolitiske renter tæt på ELB. Denne form for vejledning omkring fremtidig pengepolitik kan sammenlignes med *flexible average inflation-targeting* (FAIT), som blandt andet er den nuværende pengepolitiske strategi for den amerikanske centralbank, Federal Reserve. Der er dog væsentlige forskelle.

Sådan virker strategien – lavere renter i længere tid skaber forventning om lavere realrenter allerede i dag

ECB's strategi kan være virkningsfuld, hvis den opfattes som fuldt troværdig. Formålet er at kompensere for centralbankens manglende evne til at nedbringe renten yderligere i et ELB-scenarie.¹ Strategien indbefatter, at hvis et negativt stød rammer euroområdet og giver anledning til et fald i inflationen under ECB's målsætning, så kan der forventes en mere ekspansiv pengepolitik både i form af at holde de pengepolitiske renter lave eller lavere i længere tid gennem forward guidance, men også gennem køb af aktiver og ekstraordinære udlånsfaciliteter. Det kan give anledning til en stigning i inflationsforventningerne, hvilket kan tendere til et fald i realrenterne i dag. Formålet med strategien for ECB er ikke som sådan at kompensere for, at inflationen har ligget under målet i forløbet omkring recessionen, men derimod at skabe forventninger om mere ekspansiv pengepolitik, end det ellers ville have tilfældet. Det kan understøtte den

økonomiske aktivitet og derigennem give anledning til et mindre fald i den faktiske inflation end ellers.

Jo længere væk inflationen befinder sig fra målsætningen, jo større en respons vil agenterne i økonomien, alt andet lige, forvente fra ECB. Denne reaktion og forventningsdannelse kan ske automatisk. Således foregriber husholdninger og virksomheder allerede, når recession indtræffer, at denne pengepolitiske reaktion, i form af øgede pengepolitiske stimuli, kan ske, og derfor kan ECB's ændring af sin strategi have en stabiliserende effekt på økonomien og reducere udsving i den økonomiske aktivitet og inflationen.

Forskelle mellem den amerikanske centralbanks strategi og ECB's

Der kan argumenteres for, at signaleffekten fra ECB's strategi vil være svagere sammenlignet med fx Fed's pengepolitiske regel. Forskellen er bl.a., at Fed har *forpligtet* sig til at handle på den beskrevne måde igennem de pengepolitiske reaktionsmønstre både uden for og inden for ELB. Dvs. hvis inflationen på et tidspunkt har været lavere eller højere end målet, har Fed forpligtet sig til at lade inflationen overstige eller falde under målet i den efterfølgende periode for i gennemsnit at sikre en inflation på 2 pct. over en given periode og for delvist at kompensere for, at inflationen ikke har ramt målet. Herudover har Fed en mål-variabel i form af den gennemsnitlige inflation, som markedsdeltagere kan observere. ECB's strategi har ikke nogen eksplicit mål-variabel, og samtidig er det uklart, om ECB rent faktisk vil lade inflationen overstige målet i de givne situationer; det er en mulighed, men ikke et løfte, se også appendiks 1. Det kan have stor betydning for forventningsdannelsen i økonomien.²

1. Strategien kan potentielt også modvirke, at euroen kan tendere til at stige i værdi (appreciere) over for dollaren i tilfældet af globale negative efterspørgselsstød. I et sådan tilfælde vil Fed holde renten lav i længere tid under deres FAIT i forhold til det nuværende pengepolitiske regime i euroområdet. Det vil få dollaren til at falde i værdi (deprecere) over for euroen og skabe et yderligere nedadrettet pres på priserne i euroområdet. Det vil blive modvirket ved, at ECB også holder renten lav i længere tid, som beskrevet i boksen. Se også Montes-Galdón og Pedersen (2021).

2. Økonomen Paul Krugman var en af de første, der anvendte terminologien, at under ELB skal centralbanken "troværdigt forpligte sig til at agere uansvarligt" og lade inflationen overstige inflationsmålet, se Krugman mfl. (1998), side 139: "..., monetary policy will in fact be effective if the central bank can credibly promise to be irresponsible to seek a higher future price level". FAIT-strategien indeholder præcis dette løfte.

opfanger ændringer i priser på forbrugs- og servicegoder, der, når de købes, giver anledning til pengetransaktioner. En ejerbolig vil kun give anledning til sådanne transaktioner i forbindelse med nybyggeri eller salg. Derudover er det udfordrende at opgøre, om en bolig er købt med et forbrugs- eller investeringsformål. Af den grund forventer ECB, at processen med at indarbejde et omkostningsbegreb relateret til ejerboliger i HICP kommer til at tage tid. I den mellemliggende periode vil ECB benytte et andet omkostningsbegreb til at vurdere den samlede prisudvikling.⁷

Hensyn til klimaforandringer og den grønne omstilling i ECB's nye pengepolitiske strategi

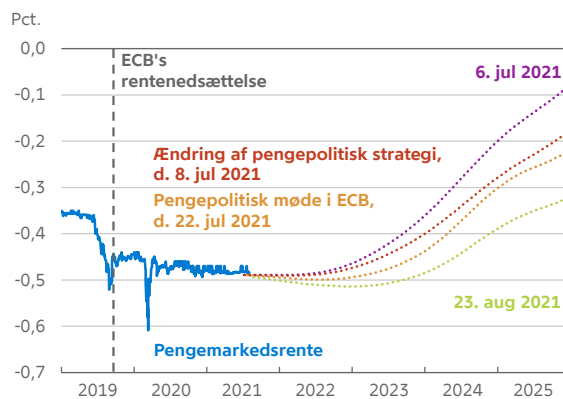
Styrelsesrådet i ECB har med den nye pengepolitiske strategi forpligtet sig til, i overensstemmelse med ECB's mandat, at tage hensyn til klimaforandringer og den grønne omstilling i udformningen af pengepolitikken. Beslutningen hviler bl.a. på en opfattelse af, at klimaforandringer og den grønne omstilling kan påvirke prisstabiliteten og den finansielle stabilitet. Det er en holdning, som Nationalbanken deler.⁸ ECB har godkendt en klimaplan, som betyder, at kapaciteten til at foretage analyser og risikostyre balancer i forhold til klimarisici vil blive forøget. Klimaplanen indbefatter også, at ECB vil indføre klimarapporteringskrav til virksomheder som en forudsætning for, at erhvervsobligationer udstedt af virksomhederne kan stilles som sikkerhed og indgå i ECB's opkøbsprogrammer.

Afdæmpet markedsreaktion på ECB's nye pengepolitiske strategi

Markedsforventningerne til de pengepolitiske renter i euroområdet faldt en anelse tilbage efter ECB's udmelding om justeringen af den pengepolitiske strategi, se figur 4. Forventningerne er faldet yder-

Forventningerne til pengemarkedsrenterne i euroområdet er faldet en anelse siden ECB's udmelding

Figur 4



Anm.: ECB annoncerede resultatet fra den strategiske gennemgang af pengepolitikken d. 8. juli og afholdt et rentemøde d. 22. juli 2021. Forventninger til fremtidige 3-måneders europæiske pengemarkedsrenter er baseret på EONIA-swaprenter.

Kilde: RIO, Thomson Reuters og Danmarks Nationalbank.

ligere tilbage efter rentemødet d. 22. juli, hvor ECB kom med en uddybning af betydningen af den nye pengepolitiske strategi. Ved rentemødet understregede Christine Lagarde således, at den pengepolitiske rente vil forblive på det nuværende niveau eller et lavere niveau, indtil inflationen rammer målsætningen før prognoseperiodens udløb. Samtidig skal der være en forventning om, at inflationen vil forblive på det pågældende niveau i resten af prognoseperioden.⁹

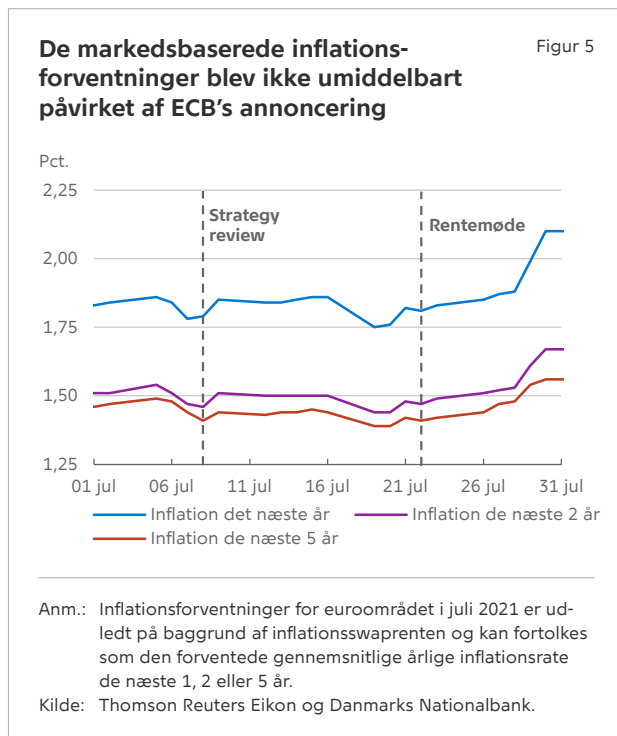
Offentliggørelsen af den nye pengepolitiske strategi har haft begrænset effekt for de markedsbaserede inflationsforventninger, se figur 5.¹⁰ Stigningen i inflationsforventningerne efter rentemødet kan bl.a. tilskrives en stigning i olieprisen.

7 I en analyse fra 2016 vurderer ECB, at forskellen mellem HICP-inflationen med og uden udgifter forbundet med ejerboliger højst ville være 0,2 procentpoint inden for et givent kvartal ([link](#)). Derudover har Philip Lane, som er medlem af ECB's Styrelsesråd, i et interview med Financial Times i februar 2020 udtalt, at inflationen justeret for udgifter forbundet med ejerboliger på det givne tidspunkt ville være 0,2-0,3 procentpoint højere, men at det på andre tidspunkter vil kunne give anledning til en lavere inflation ([link](#)).

8 Se Marcussen mfl. (2021).

9 Se pressemeddelelse fra rentemødet d. 22. juli 2021 ([link](#)).

10 Det samme er tilfældet for statsrenterne i euroområdet, se ECB-bulletin ([link](#)).



Hvad betyder ændringerne for dansk økonomi?

Nationalbankens pengepolitiske renter er tæt relateret til de pengepolitiske renter i euroområdet på grund af fastkurspolitikken. Det betyder bl.a., at ændringer i måden, hvorpå ECB fører pengepolitik, kan have betydning for dansk økonomi.¹¹

ECBs' nye pengepolitiske strategi kan have gavnlige effekter på dansk økonomi

Som et led i ECB's nye pengepolitiske strategi er de ukonventionelle pengepolitiske værktøjer som beskrevet blevet en fast del af ECB's instrumentarium. I den udstrækning, at ECB's ukonventionelle pengepolitiske tiltag kan øge væksten og inflationen i euroområdet under en recession, så vil brugen

af disse også fremover kunne understøtte dansk økonomi.¹²

ECB har siden finanskrisen brugt ukonventionelle pengepolitiske instrumenter. Det har ikke haft nogen betydning for Nationalbankens mulighed for at føre fastkurspolitik over for euroen. Ændringerne i ECB's pengepolitiske strategi forventes heller ikke fremover at influere på, hvordan Nationalbanken implementerer pengepolitikken.

Et symmetrisk inflationsmål kan mindske risikoen for pludselige rentestigninger

Det symmetriske mål giver i gennemsnit et større pengepolitisk råderum for ECB. Det betyder i gennemsnit en mulighed for større pengepolitisk stimulans, når negative stød rammer økonomien. Det kan også komme dansk økonomi til gode, da udsving i aktiviteten i dansk økonomi i høj grad følger udsvingene i euroområdet.

Overgangen til det symmetriske inflationsmål betyder samtidig, at ECB ikke nødvendigvis vil skulle stramme pengepolitikken ved at hæve de pengepolitiske renter, i perioder hvor der er risiko for, at inflationen midlertidigt kan overstige de 2 pct. Det var tilfældet under den globale finansielle krise i 2007-09 og under gældskrisen i nogle lande i euroområdet i 2010-12. Det implicerer, at risikoen for negative afsmittningseffekter til dansk økonomi fra tidlige stramninger af pengepolitikken, der kun i mindre grad er afstemt konjunktursituationen i euroområdet, kan mindskes.

Lavere renter i længere tid i ELB-scenarier kan også give anledning til kraftigere stimuli for dansk økonomi

ECB åbner op for muligheden for at holde renten lav i længere tid, hvis de pengepolitiske renter rammer den effektive nedre grænse. I sådanne situationer vil ECB også anvende hidtil ukonventionelle tiltag. Under visse forudsætninger vil denne ændring kunne stimulere aktiviteten i økonomien og hermed

¹¹ Der har været meget forskning, der har beskæftiget sig med udformningen og effekterne på økonomien af pengepolitik, men der er kun meget få studier af afsmittningen til små åbne økonomier.

¹² Jensen mfl. (2017) finder eksempelvis, at ECB's opkøbsprogrammer i tiden efter finanskrisen reducerede de lange renter både i euroområdet og i omkringliggende økonomier, herunder Danmark. Coenen mfl. (2021) finder i en større makroøkonomisk model for euroområdet, at ukonventionelle tiltag kan bringe inflationen tættere på målet og lukke produktionsgabene. Mouabbi og Sahuc (2019) finder, at uden ECB's ukonventionelle tiltag i perioden mellem 2014-17 så ville inflationen og væksten i BNP i gennemsnit have været hhv. 0,6 og 1,1 procent lavere.

inflationen og generelt bidrage til at sikre en mere stabil makroøkonomisk udvikling i euroområdet, se boks 2. Det kan også komme dansk økonomi til gode gennem lavere pengepolitiske renter og opkøb af finansielle aktiver i euroområdet. Større aktivitet i euroområdet vil samtidig kunne øge Danmarks eksport.¹³ Mulige effekter på dansk økonomi af ekstraordinært lempelig pengepolitik i ELB analyseres nærmere i boks 3.

Betydningen fra inkludering af omkostninger ved ejerskab af bolig i inflationsmål er usikker

På nuværende tidspunkt er det stadig uvist, hvor stor betydning det vil have, at ECB inkluderer et omkostningsbegreb for ejerboliger i HICP. Det omfatter både betydningen for måden, hvorpå ECB fører pengepolitik, men også konsekvenserne for dansk økonomi.

¹³ Dansk økonomi importerer til en vis grad effekterne af ECB's opkøbsprogrammer gennem fastkurspolitikken.

Afsmitning af kraftige negative stød i euroområdet til dansk økonomi under forward guidance

Boks 3

Denne boks illustrerer, hvordan afsmitningen på dansk økonomi af kraftige negative stød i euroområdet kan forventes at blive påvirket som følge af ændringerne til ECB's nye pengepolitiske strategi. Der vises, at ECB's nye strategi i ELB kan have en mere stabiliserende effekt på økonomien i forhold til den gamle strategi. Strategien giver dog ikke anledning til strukturelle forbedringer af økonomien.

Til formålet anvendes Nationalbankens DSGE-model, se Pedersen (2012). Modellen dækker både euroområdet og dansk økonomi. I modellen simuleres som et eksempel effekterne af et kraftigt negativt stød til forbruget i euroområdet med en varighed på 1½ år. Forbruget kan eksempelvis tænkes at falde som følge af øget risikoaversion eller forsigtighedsopsparing. Recessionen kunne dog også indtræffe på baggrund af andre negative stød. Det antages forsimpelende, at stødet ikke direkte rammer danske husholdningers forbrug for at kunne isolere de afsmittende effekter. Forbrugsstødet i euroområdet er så kraftigt, at den pengepolitiske rente i euroområdet rammer ELB, som her er antaget at være 0 pct.

Stødet simuleres under to pengepolitiske strategier. Under den første strategi betragtes en situation, hvor ECB ikke holder den pengepolitiske rente lav i længere tid, end konjunkturerne ellers ville tilsige. Det svarer til den pengepolitiske strategi fra før ændringerne i juli 2021. Under den anden strategi betragtes en situation, hvor ECB gennem forward guidance holder den pengepolitiske rente lav i længere tid. Det svarer til den nye pengepolitiske strategi. I modellen er forward guidance afhængig af konjunkturerne. Med andre ord træder forward guidance om at holde renten lav i længere tid i kraft, så snart at de pengepolitiske renter forventes at ramme ELB. Det kaldes i litteraturen *state-dependent forward guidance*.¹ Det antages, at husholdninger og virksomheder i økonomien er bekendte med dette, og at det opfattes som værende fuldt troværdigt. Hvis det ikke er tilfældet, så kan effekterne af forward guidance være væsentligt mindre.

Det negative efterspørgselsstød skaber en recession i euroområdet, hvilket presser inflationen under målet på 2 procent. ECB reagerer på dette ved at stimulere økonomien gennem rentenedsættelser. Stødet til forbruget i euroområdet er så kraftigt, at de pengepolitiske renter rammer ELB, se nedenstående figurer. Under den gamle pengepolitiske strategi hæves renten igen, så snart inflationen kan forventes at ramme målet på 2 pct., og konjunkturerne normaliseres. Under den nye strategi holder ECB renten lav i længere tid, her ca. 6 kvartaler. Det betyder, at faldet i den økonomiske aktivitet og inflationen bliver mindre end under den gamle strategi. Det skal ses i lyset af forventningsdannelsen hos både virksomheder og husholdninger: De forventer lavere renter i længere tid, hvilket øger både forbruget og investeringerne i forhold til situationen uden forward guidance. De afsmittende virkninger på dansk økonomi er også vist i figuren til højre. Der tegnes et tilsvarende billede som for euroområdet. Under den nye pengepolitiske strategi i euroområdet er de negative afsmittende effekter lavere end under den gamle pengepolitiske strategi.

Finanspolitikken forventes at påvirke aktiviteten mere under den nye strategi i ELB

Det kan også forventes, at de finanspolitiske multiplikatorer vil være kraftigere under den yderligere pengepolitiske akkommodering i form af lavere pengepolitiske renter i længere tid. En vigtig faktor bag effektiviteten af finanspolitikken er den pengepolitiske reaktion.² Ekspansiv finanspolitisk vil, alt andet lige, øge inflationen, hvilket vil få centralbanken til at stramme pengepolitikken og herigennem mindske effekten af finanspolitikken. Denne pengepolitiske reaktion vil ikke forekomme i et ELB-scenarie under ECB's nye pengepolitiske strategi. Det betyder, at ekspansiv finanspolitik i en fremtidig krise i euroområdet vil være kraftigere, præcist i de tilfælde hvor der er mest brug for ekspansive økonomiske tiltag. Herudover vil finansieringsomkostningerne ved at føre diskretionær ekspansiv finanspolitik være lavere for staterne gennem lavere pengepolitiske renter i længere tid. Afsmitningen til dansk økonomi kan også forventes at blive kraftigere under det nye regime (ikke vist i figurerne).

Fortsættes

1. Se også Coenen mfl. (2020).

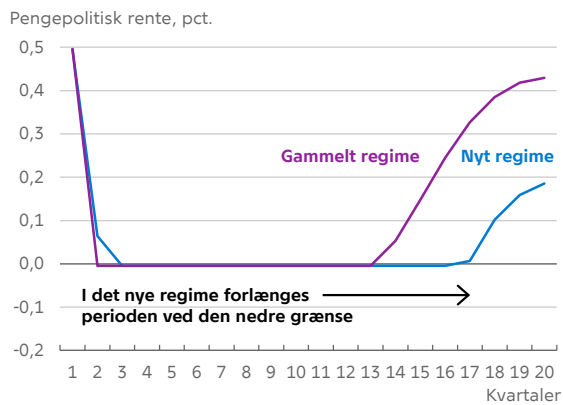
2. De økonomiske mekanismer bag dette resultat er veldokumenterede i litteraturen og hermed i den anvendte model, da den i vis udstrækning indeholder disse mekanismer, se fx Christiano mfl. (2011).

Afsmitning af kraftige negative stød i euroområdet til dansk økonomi under forward guidance
 fortsat

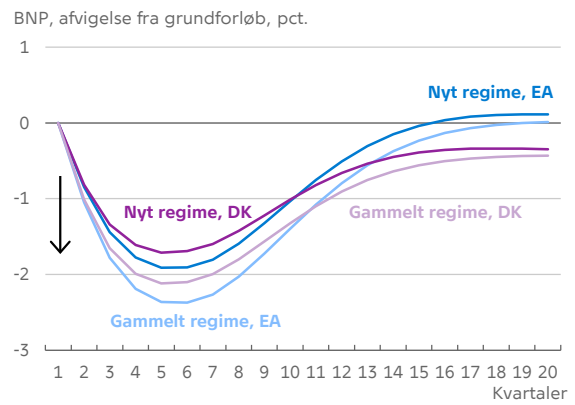
Boks 3

Effekter på ECB's pengepolitiske rente samt aktiviteten i euroområdet og i dansk økonomi af en kraftig recession under det nye og det gamle pengepolitiske regime i ECB

Pengepolitiske renter i euroområdet



Aktivitet i dansk økonomi og i euroområdet



Anm.: I figuren til venstre er vist ECB's pengepolitiske rente. I figuren til højre vender aktiviteten for dansk økonomi tilbage til grundforløbet efter de 5 år, som betragtes i figurene. EA betegner euroområdet.

Kilde: Egne beregninger foretaget på Nationalbankens DSGE-model, se Pedersen (2012).

Fakta om ECB's revision af den pengepolitiske strategi

Appendiks 1

Den europæiske centralbank (ECB) offentliggjorde d. 8. juli resultatet af den strategiske gennemgang af pengepolitikken. Hermed er følgende tiltag blevet implementeret:¹

1. ECB har introduceret et symmetrisk inflationsmål på 2 pct. på mellemlangt sigt.
2. Styrelsesrådet har bekræftet, at det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP) forbliver det aktuelle mål for inflationsudviklingen, men har besluttet at inkludere udviklingen i ejerboligomkostninger i inflationsmålet på sigt.²
3. *Low-for-long* i ELB-scenarier: Brugen af negative renter, forward-guidance, obligationsopkøb og langfristede markedsoperationer (LTRO) bliver en mere central del af ECB's pengepolitiske værktøjskasse, og værktøjerne vil især blive benyttet i ELB-episoder.³
4. Styrelsesrådet har godkendt en klimaplan, hvormed klimaforandringer og den grønne omstilling fremadrettet vil indgå i overvejelserne omkring pengepolitikens udformning.

Ud fra pressemeddelelsen uddybes den nye pengepolitiske strategi yderligere: "[...] The Governing Council's commitment to this [inflation] target is symmetric. Symmetry means that the Governing Council considers negative and positive deviations from this target as equally undesirable." [...] "To maintain symmetry of its inflation target, the Governing Council recognizes the importance of taking into account the implications of the effective lower bound. In particular, when the economy is close to the lower bounds, this requires especially forceful or persistent monetary policy measures to avoid negative deviations from the inflation target becoming entrenched. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target." Til det har Philip Lane bl.a. tilføjet: "[...] State-contingent formulations of forward guidance provide a powerful automatic stabilization mechanism. In one direction, should the inflation outlook improve more than anticipated, the expected time horizon to the first

increase in interest rates automatically shortens. In the other direction, if there were setbacks to the inflation outlook, the time to lift-off would automatically lengthen."⁴ Vedrørende beslutningen om at overgå til et symmetrisk inflationsmål har ECB-medlem, Isabel Schnabel, bl.a. udtalt følgende: "The previous quantitative definition of our inflation aim of "below, but close to, 2%" was subject to ambiguity as some observers considered it to be asymmetric, potentially implying that 2% was a ceiling rather than a target. Staff analysis suggests that such perceptions could, over time, give rise to meaningfully lower inflation and growth outcomes."⁵

Udover ændringen af inflationsmålsætningen har ECB udmeldt, at ukonventionelle pengepolitiske værktøjer så som forward guidance, opkøbsprogrammer samt (T)LTRO-programmer vil komme til at indgå som en fast del af den pengepolitiske værktøjskasse. Dertil kommer et fokus på nødvendigheden af sammenspillet mellem finans- og pengepolitik i scenarier, hvor de pengepolitiske renter har ramt den nedre grænse: "It is the combination of monetary and fiscal policy that makes this policy mix successful. The promise – via forward guidance - that policy rates will not increase until inflation rises sustainably produces higher fiscal multipliers. And the use of unconventional policy tools to lower sovereign yields reduces government borrowing costs relative to growth rates, in turn creating additional fiscal space."⁶

Med klimaplanen har ECB forpligtet sig til at inkorporere klimaforandringer i den pengepolitiske dagsorden, hvilket bl.a. skal ske ved at udvide den analytiske kapacitet inden for makromodellering, statistik og pengepolitik med fokus på klimaforandringer. ECB har motiveret dette ved: "Climate change and the transition towards a more sustainable economy affects the outlook for price stability through their impact on macroeconomic indicators such as inflation, output, employment, interest rates, investment and productivity; financial stability; and the transmission of monetary policy."⁷

1. Se ECB's pressemeddelelse ([link](#)) og ECB's udmelding ([link](#)).

2. I en tale fra d. 14. juli understreger Isabel Schnabel (medlem af ECB's Styrelsesråd) bl.a., at "The augmented HICP will not only better represent actual consumption expenditures by households, it will also better reflect the transmission of our monetary policy." ([link](#)).

3. "The commitment to a symmetric inflation target requires especially forceful or persistent monetary policy action when the economy is close to the effective lower bound to avoid negative deviations from the inflation target becoming entrenched." ([link](#)).

4. Se tale af Philip Lane fra d. 19. august ([link](#)).

5. Se tale af Isabel Schnabel fra d. 14. juli ([link](#)).

6. Se tale af Fabio Panetta 28. juni ([link](#)).

7. Se ECB's udmelding om klimaplanen ([link](#)).

Litteratur

Adolfson, Jakob, Mikkel Bess og Jesper Pedersen (2020), Realrenter påvirkes af inflationsforventninger, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, oktober.

Adolfson, Jakob og Jesper Pedersen (2019), Den naturlige realrente i Danmark er faldet, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 13, juni.

Brand, Claus, Marcin Bielecki og Adrian Penavler (red.) (2018), The natural rate of interest: estimates, drivers and challenges of monetary policy, *ECB Occasional Paper Series*, nr. 217, december.

Christiano, Lawrence, Martin Eichenbaum og Sergio Rebelo (2011), When is the government spending multiplier large?, *Journal of Political Economy*, 119.1, pp. 78-121.

Coenen, Günter, Carlos Montes-Galdón og Frank Smets (2020), Effects of state-dependent forward guidance, large-scale asset purchases and fiscal stimulus in a low-interest-rate environment, *ECB Working Papers*, nr. 2352.

Coenen, Günter, Carlos Montes-Galdon og Sebastian Schmidt (2021), Macroeconomic stabilisation and monetary policy effectiveness in a low-interest-rate environment, *ECB Working Papers*, nr. 2572, juli.

Holston, Kathryn, Thomas Laubach og John C. Williams (2017), Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, *Journal of International Economics*, 108, pp 59-75.

Jensen, Jakob R., Jakob Guldbæk Mikkelsen og Morten Spange (2017), The ECB's unconventional monetary policy and the role of exchange rate regimes in cross-country spillovers, *Danmarks Nationalbank Working Paper*, nr. 119, oktober.

Krugman, Paul R., Kathryn M. Dominguez og Kenneth Rogoff (1998), It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1998.2: pp. 137-205.

Marcussen, Anne Brolev, Lasse Jygert og Marcus Mølbak Ingholt (2021), Klimaforandringer og centralbankernes rolle, *Danmarks Nationalbank Analyse*, nr. 19, juli.

Montes-Galdón, Carlos og Jesper Pedersen, What happens to inflation targeting in a global economy with average inflation targeting?, upubliceret manuskript.

Mouabbi, Sarah og Jean Guillaume Sahuc (2019), Evaluating the macroeconomic effects of the ECB's unconventional monetary policies, *Journal of Money, Credit and Banking*, 51.4, pp 831-858.

Pedersen, Jesper (2012), Finanspolitik i makroøkonomiske modeller, *Danmarks Nationalbank Kvartalsoversigt*, 3. kvartal 2012, del 2.

UDGIVELSER



NYT

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



ANALYSE

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



RAPPORT

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



ECONOMIC MEMO

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



WORKING PAPER

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

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

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

Redaktionen er afsluttet
3. september 2021



**DANMARKS
NATIONALBANK**

Nastasija Loncar
Økonom
nlo@nationalbanken.dk

Jesper Pedersen
Advisor
jpe@nationalbanken.dk
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION