

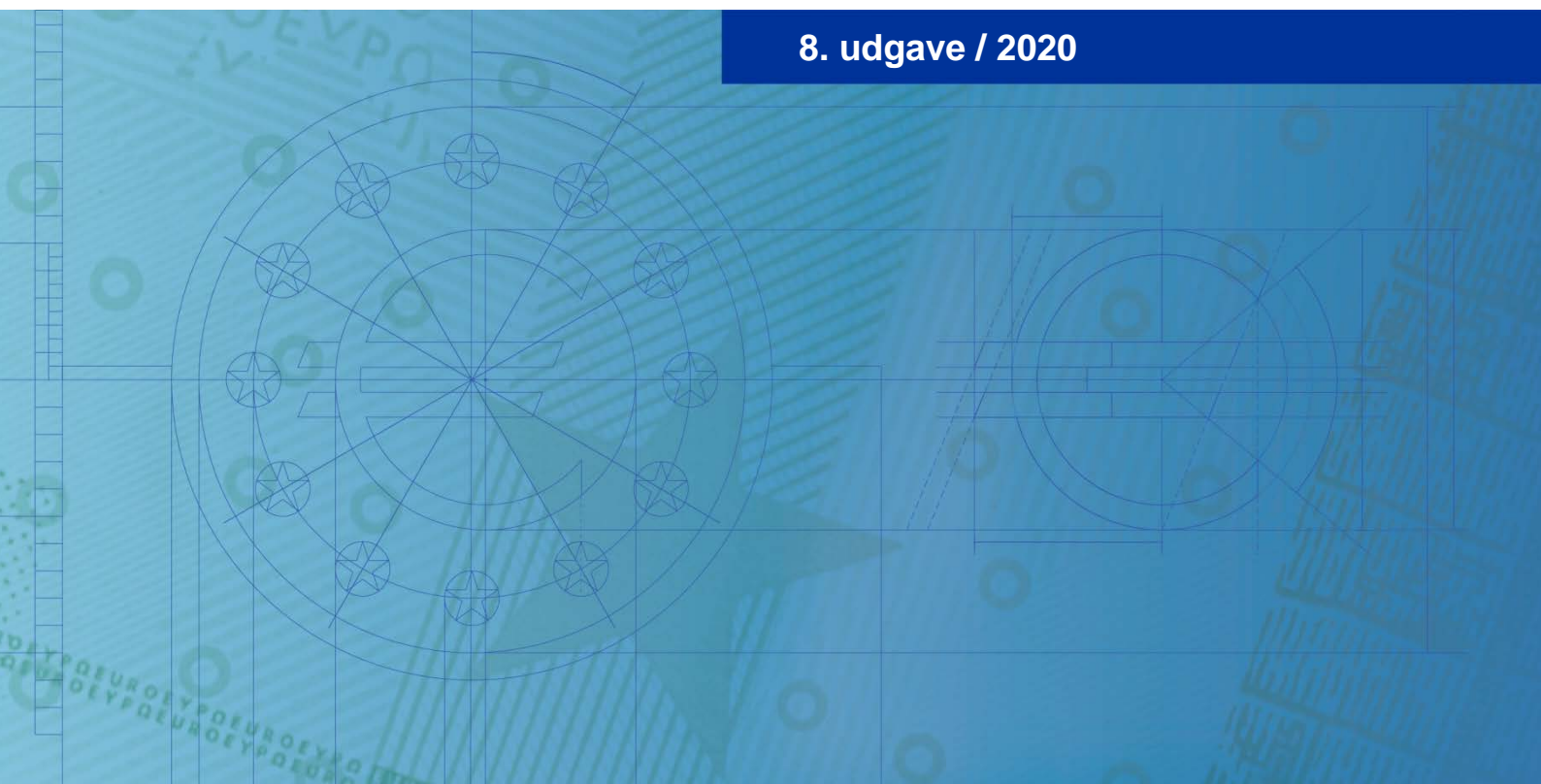


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK  
EUROSYSTEMET

# Økonomisk Bulletin

Oversigt

8. udgave / 2020



# Den økonomiske og monetære udvikling

## Oversigt

**Styrelsesrådet besluttede på det pengepolitiske møde 10. december 2020 at recalibrere sine pengepolitiske instrumenter.** Selvom opsvinget i den økonomiske aktivitet i 3. kvartal var kraftigere end forventet, og udsigterne, hvad angår udrulningen af vacciner, er opmuntrende, udgør coronapandemien (covid-19) fortsat en alvorlig risiko for folkesundheden og for økonomierne i euroområdet og på verdensplan. Den genopblussen, der er sket i antallet af covid-19-tilfældene og de dertil knyttede inddæmningsforanstaltninger, begrænser den økonomiske aktivitet i euroområdet betydeligt. Den forventes således at være faldet i 4. kvartal 2020. Mens det fortsat går godt for aktiviteten i fremstillingssektoren, er aktiviteten i servicesektoren blevet alvorligt begrænset af de stigende smitterater og de nye restriktioner på den sociale interaktion og mobiliteten. Inflationen er fortsat meget lav i sammenhæng med en svag efterspørgsel og en betydelig ledig kapacitet på arbejds- og produktmarkederne. Samlet set tyder de seneste tal og Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020 på, at pandemien får en mere udtalt kortsigtet effekt på økonomien, og på en mere langvarig svaghed i inflationen end tidligere forventet. På denne baggrund besluttede Styrelsesrådet på mødet 10. december 2020 at recalibrere sine pengepolitiske instrumenter.

## Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 10. december 2020

**Der var et kraftigt opsving i den globale økonomi i 3. kvartal 2020, som efterfulgtes af en fortsat vækst i begyndelsen af 4. kvartal, men mørke skyer præger de økonomiske udsigter på kort sigt.** Selvom de seneste nyheder om udviklingen af effektive vacciner mod coronavirus har skabt optimisme på de finansielle markeder, formørkes de kortsigtede udsigter for den globale økonomi stadig af pandemien. Foranlediget af den store stigning i antallet af nye covid-19-smittetilfælde, navnlig i de avancerede økonomier, er der igen indført inddæmningsforanstaltninger, selvom disse foranstaltninger ventes at blive mindre forstyrrende for den økonomiske aktivitet end dem, der blev indført under pandemiens første bølge. Ifølge Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020 vil realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) falde 3,0 pct. i år og stige 5,8 pct. i 2021 for derefter at stige 3,9 pct. og 3,6 pct. i henholdsvis 2022 og 2023. Verdenshandlen (ekskl. euroområdet) faldt mere markant end realt BNP i 2020, men forventes at stige kraftigere i 2021. Dette afspejler handlens mere udprægede procyklikalitet, navnlig i økonomiske nedgangstider. Disse negative virkninger forventes at være mindre alvorlige på baggrund af den seneste genopblussen af smitten. Risikobalancen i tilknytning til de

globale økonomiske udsigter ventes at blive mindre negativ end tidligere forventet, da det – på baggrund af nyhederne om adskillige vacciners anvendelighed – er mindre sandsynligt, at det alvorlige scenario virkeliggøres.

**Samlet set er der siden Styrelsesrådets møde i september 2020 sket en yderligere lempelse af de finansielle forhold på baggrund af en forbedret risikooptættelse efter positive meddelelser om vacciner.** I den betragtede periode (10. september til 9. december 2020) var der en del udsving i Eonia-rentens forwardrentekurve, men den forblev i sidste ende stort set uændret. Dette afspejler bekymringer om den øgede spredning af covid-19 i Europa set i forhold til de positive nyheder om vacciner. Kurven er stadig kun svagt invers i den korte ende. De lange statsobligationsrenter og -spænd faldt betydeligt i euroområdet i denne periode på baggrund af forventninger om fortsat pengepolitisk og finanspolitisk støtte samt en global forbedring af risikooptættelsen, som navnlig skyldtes nyhederne om vellykkede vaccineforsøg. Priserne på risikoaktiver steg tilsvarende. På valutamarkederne deprecierede euroen, handelsvægtet, en smule.

**Efter et brat fald i 1. halvår 2020 sås et kraftigt opsving i realt BNP i euroområdet, der steg med 12,5 pct. kvartal-til-kvartal i 3. kvartal, selvom det fortsat lå et godt stykke under niveauet før pandemien.** Pandemiens anden bølge og skærpelsen af inddæmningsforanstaltningerne siden midten af oktober, som den har medført, forventes at føre til en ny betydelig nedgang i aktiviteten i 4. kvartal, omend i langt mindre omfang end i årets 2. kvartal. Den økonomiske udvikling er stadig uensartet på tværs af sektorer, idet servicesektoren er mere negativt påvirket af de nye restriktioner for den sociale interaktion og mobiliteten end aktiviteten i industrisektoren. Trods finanspolitiske foranstaltninger, der understøtter husholdninger og virksomheder, er forbrugerne stadig forsigtige i lyset af pandemien og dens konsekvenser for beskæftigelsen og indtjeningen. Endvidere påvirkes erhvervsinvesteringerne negativt af virksomhedernes svagere balancer og usikkerheden om de økonomiske udsigter. Fremadrettet giver de seneste fremskridt med udviklingen af covid-19-vacciner anledning til større tillid ud fra antagelsen om en gradvis løsning på sundhedskrisen. Der vil dog gå noget tid, inden der er opnået en udbredt immunitet, og det kan indtil da ikke udelukkes, at smitten vil blusse op igen og medføre udfordringer for folkesundheden og de økonomiske udsigter. På mellemlangt sigt bør genopretningen af økonomien i euroområdet blive understøttet af gunstige finansieringsforhold, en ekspansiv finanspolitik og en stigning i efterspørgslen, efterhånden som inddæmningsforanstaltningerne ophæves, og usikkerheden aftager.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra december 2020.** Her ventes en årlig vækst i realt BNP på -7,3 pct. i 2020, 3,9 pct. i 2021, 4,2 pct. i 2022 og 2,1 pct. i 2023. Sammenlignet med ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2020 er udsigterne for den økonomiske aktivitet blev nedjusteret på kort sigt, men antages generelt set, på mellemlangt sigt, at vende tilbage til det niveau, som var forventet i basisscenariet fra september. Samlet set er de risici, der knytter sig til vækstudsigterne for euroområdet, fortsat nedadrettede, idet de dog er blevet mindre udtalte. Selvom

nyhederne om udsigterne til en udrulning af vacciner er opmuntrende, er der fortsat nedadrettede risici, der vedrører pandemiens konsekvenser for de økonomiske og finansielle forhold.

**Ifølge Eurostats foreløbige skøn var den årlige inflation i euroområdet uændret på -0,3 pct. i november.** Baseret på udviklingen i oliepriserne – og idet den midlertidige momsnedsettelse i Tyskland tages i betragtning – vil den samlede inflation sandsynligvis forblive negativ indtil begyndelsen af 2021. Derefter forventes den at stige, når den midlertidige momsnedsettelse i Tyskland ophører, og på grund af opadrettede basiseffekter i energiprisinflationen. Samtidig forventes det underliggende prispres at forblive afdæmpet som følge af en svag efterspørgsel, især i turismesektoren og rejserelaterede sektorer, et lavt lønpres samt den historisk høje effektive eurokurs. Når virkningen af pandemien svinder, vil en genopretning af efterspørgslen, understøttet af lempelige finans- og pengepolitiske tiltag, lægge et opadrettet pres på inflationen på mellemlangt sigt. Markedsbaserede indikatorer og undersøgelsesbaserede mål for inflationsforventningerne på langt sigt befinder sig stadig på et lavt niveau.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra december 2020. Her ventes en årlig inflation på 0,2 pct. i 2020, 1,0 pct. i 2021, 1,1 pct. i 2022 og 1,4 pct. i 2023.** Sammenlignet med ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2020 er inflationsudsigten blevet nedjusteret i 2020 og 2022. Den årlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer forventes at blive på 0,7 pct. i 2020, 0,8 pct. i 2021 og 1,0 pct. i 2022 for derefter at stige til 1,2 pct. i 2023.

**Coronapandemien har fortsat påvirket udviklingen i pengemængden i euroområdet.** Væksten i den brede pengemængde (M3) var stort set uændret i oktober 2020 (10,5 pct.). Den kraftige pengemængdevækst er blevet understøttet af Eurosystemets igangværende opkøb af aktiver, som er blevet den største kilde til pengeskabelse. På baggrund af en stadig udpræget præference for likviditet og lave alternativomkostninger ved at holde de mest likvide former for penge kommer det største bidrag til væksten i den brede pengemængde fortsat fra det snævre pengemængdemål (M1). Væksten i udlånet til den private sektor er stagneret, selvom den stadig er højere end før covid-19-pandemien. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber faldt til 6,8 pct. i oktober fra 7,1 pct. i september. Denne nedgang skal ses i sammenhæng med mindskede behov for likviditetsstøtte, lave investeringer og strammere kreditvilkår for lån til virksomheder. Den årlige vækst i udlån til husholdninger var 3,1 pct. i oktober, hvilket var uændret i forhold til september. Sammen med de foranstaltninger, der er vedtaget af nationale regeringer og EU-institutioner, vil Styrelsesrådets pengepolitiske foranstaltninger generelt fortsat være en afgørende understøttende faktor for bankernes udlånsvilkår og adgangen til finansiering, navnlig for dem, der er hårdest ramt af konsekvenserne af pandemien.

**Den betydelige finanspolitiske støtte har begrænset de omfattende negative virkninger, som coronapandemien har på realøkonomien.** De finanspolitiske omkostninger ved denne støtte har været meget store for alle eurolandene, selvom

de har varieret markant landene imellem. Som følge af det økonomiske tilbageslag og den finanspolitiske støtte ventes det, at det offentlige budgetunderskud i euroområdet stiger betydeligt, fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 8,0 pct. af BNP i 2020. Dette fremgår af Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020. Derefter forventes underskuddet at falde til 6,1 pct. af BNP i 2021, 3,9 pct. i 2022 og 3,0 pct. i 2023. Forbedringen forventes at blive drevet af udfasningen af kriseforanstaltningerne til inddæmning af virussen, mens den cykliske komponent først bedres markant fra 2022. En ambitiøs og koordineret finanspolitik er fortsat altafgørende i lyset af den bratte nedgang i euroområdets økonomi. De finanspolitiske foranstaltninger bør dog være målrettede og midlertidige. Samtidig er det nødvendigt med fortsat støtte fra nationale finanspolitikker som følge af den svage efterspørgsel fra virksomheder og husholdninger og den øgede risiko for en forsinkelse af genopretningen på baggrund af de nye nedlukninger under pandemiens anden bølge. Next Generation EU-fonden, der supplerer de finanspolitiske foranstaltninger, som gennemføres på nationalt plan, vil bidrage til en hurtigere, kraftigere og mere ensartet genopretning og vil øge den økonomiske modstandskraft og vækstpotentialet i EU-landenes økonomier, navnlig hvis midlerne anvendes til produktive offentlige udgifter og ledsages af produktivitetsfremmende strukturpolitikker.

## Den pengepolitiske pakke

Som følge af de økonomiske virkninger af pandemiens genopblussen og den heraf følgende langvarige lave inflation rekalkulerede Styrelsesrådet 10. december 2020 sine pengepolitiske instrumenter for at fastholde gunstige finansieringsforhold, så længe pandemien varer, og derved i sidste ende understøtte den økonomiske aktivitet og sikre en solid konvergens i inflationen i retning af et niveau, der ligger under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

1. Styrelsesrådet besluttede at fastholde ECB's officielle renter. De forventes at forblive på det nuværende eller et lavere niveau, indtil inflationsudsigterne helt klart bevæger sig mod et niveau, der er tilstrækkelig tæt på, men under 2 pct. inden for fremskrivningsperioden, og en sådan konvergens er blevet konsekvent afspejlet i den underliggende inflationsudvikling.
2. Styrelsesrådet besluttede at udvide rammen for opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP) med 500 mia. euro til i alt 1.850 mia. euro. Det forlængede også tidshorizonten for nettoopkøbene under PEPP i hvert fald til udgangen af marts 2022. Under alle omstændigheder vil Eurosystemet foretage nettoopkøb, indtil Styrelsesrådet vurderer, at den kritiske fase af coronakrisen er ovre. Eurosystemet vil fortage opkøb under PEPP for at fastholde gunstige finansieringsforhold i hele perioden. Det vil opkøbe fleksibelt og på markedsvilkår og med henblik på at forhindre en stramning af finansieringsforholdene, som ikke bidrager til at modvirke pandemiens negative effekt på den ventede inflationsudvikling. Hertil kommer, at fleksibiliteten i opkøbene over tid, på tværs af aktivklasser og landene imellem fortsat vil understøtte den gnidningsløse transmission af pengepolitikken. Hvis det er

muligt at fastholde gunstige finansieringsforhold med strømme af aktivopkøb, der ikke sprænger rammen i løbet af tidshorizonten for nettoopkøb inden for PEPP, er det ikke nødvendigt at bruge rammen fuldt ud. Tilsvarende vil det være muligt at recalibrere rammen, hvis det er nødvendigt for at fastholde gunstige finansieringsforhold for at bidrage til at modvirke det negative stød, som pandemien har givet inflationsudviklingen. Forlængelsen af PEPP-opkøbsprogrammet, således at opkøbene foretages over en længere tidshorizont, afspejler pandemiens indvirkning på økonomien og inflationen. Den giver anledning til en stadig tilstedeværelse på markedet og en mere vedvarende støtte fra Styrelsesrådets pengepolitiske stimulus. Fastholdes de gunstige finansieringsforhold, så længe pandemien varer, vil det bidrage til at reducere usikkerheden og styrke tilliden – og dermed påvirke forbruget og erhvervsinvesteringerne positivt og i sidste instans understøtte den økonomiske genopretning og bidrage til at udligne pandemiens nedadrettede effekt på den ventede inflationsudvikling. Endelig besluttede Styrelsesrådet også at forlænge geninvesteringen af afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PEPP, efterhånden som de forfalder, i hvert fald indtil udgangen af 2023. Den fremtidige udfasning af PEPP-porteføljen vil under alle omstændigheder blive styret, så den ikke indvirker på den passende pengepolitiske linje.

3. Styrelsesrådet besluttede yderligere at recalibrere vilkårene for den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-III). Det blev nærmere bestemt besluttet at forlænge den periode, hvor der gælder betydeligt mere favorable vilkår, med tolv måneder, til juni 2022. Endvidere vil Styrelsesrådet gennemføre tre yderligere operationer mellem juni og december 2021. Desuden besluttede Styrelsesrådet at forhøje det samlede beløb, som modparter kan låne i TLTRO-III-operationer, fra 50 pct. til 55 pct. af deres beholdninger af godkendte lån. For at give bankerne et incitament til at bibeholde det nuværende udlånsniveau gives kun adgang til de recalibrerede TLTRO-lånevilkår for banker, der lever op til et nyt mål for deres udlånsvirksomhed. Forlængelsen af den pandemirelaterede lavrenteperiode under TLTRO-III, gennemførelsen af flere operationer og forhøjelsen af det beløb, som potentielt kan lånes, vil bevare de meget attraktive finansieringsforhold for bankerne. Dette vil bidrage til at sikre, at de fortsat kan tilbyde gunstige udlånsbetingelser og har rigelig likviditet til at yde lån til husholdninger og virksomheder.
4. Styrelsesrådet besluttede at forlænge de foranstaltninger til at lempe kriterierne for sikkerhedsstilling, som Styrelsesrådet vedtog 7. og 22. april 2020, til juni 2022. Forlængelsen af disse foranstaltninger vil fortsat sikre, at bankerne fuldt ud kan benytte sig af Eurosystemets likviditetsoperationer, herunder især de recalibrerede TLTRO'er. Styrelsesrådet vil tage foranstaltningerne til at lempe kriterierne for sikkerhedsstilling op til fornyet vurdering inden juni 2022 og således sikre, at Eurosystemets modparterers deltagelse i TLTRO-III-operationer ikke påvirkes negativt.



5. Styrelsesrådet besluttede også at tilbyde yderligere fire Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO'er, i 2021, hvilket fortsat vil udgøre en effektiv bagstopper for likviditeten.
6. Nettoopkøbene under opkøbsprogrammet (APP) vil fortsætte på et månedligt niveau på 20 mia. euro. Styrelsesrådet forventer stadig, at de månedlige nettoopkøb under APP fortsætter, så længe det er nødvendigt for at styrke den lempende effekt af ECB's pengepolitiske renter, og at de ophører, kort før Styrelsesrådet begynder at forhøje ECB's officielle renter. Det er også Styrelsesrådets hensigt fortsat fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt inden for APP, efterhånden som de forfalder, i en længere periode efter den dato, hvor Styrelsesrådet begynder at forhøje ECB's officielle renter, og i hvert fald så længe det er nødvendigt for at fastholde gunstige likviditetsforhold og en meget lempelig pengepolitik.
7. Eurosystemets repofacilitet for centralbanker (Eurosystem Repo Facility for Central Banks, EUREP) og alle midlertidige swap- og repoaftaler med centralbanker uden for euroområdet forlænges indtil marts 2022.
8. Endelig har Styrelsesrådet besluttet at fortsætte med at gennemføre de regelmæssige markedsoperationer som auktioner til fast rente med fuld tildeling på de gældende vilkår, så længe det er nødvendigt.

De pengepolitiske foranstaltninger, som Styrelsesrådet har truffet, vil bidrage til at fastholde gunstige finansieringsforhold, så længe pandemien varer, og derved støtte strømmen af kreditgivning til alle sektorer i økonomien, understøtte den økonomiske aktivitet og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. Samtidig er der fortsat stor usikkerhed, også om udviklingen af pandemien og tidsplanen for udrulningen af vacciner. Styrelsesrådet vil også fortsætte med at overvåge udviklingen i valutakursen og dens mulige konsekvenser for inflationsudsigterne på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet er derfor fortsat rede til, alt efter omstændighederne, at justere alle sine instrumenter, således at der opnås en vedvarende udvikling i inflationen i retning af inflationsmålet i overensstemmelse med dets forpligtelse til symmetri.

© Den Europæiske Centralbank, 2020

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland  
Telefon: +49 69 1344 0  
Websted: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Alle rettigheder forbeholdt. Kopiering til uddannelsesformål eller i ikke-kommercielt øjemed er tilladt, såfremt kilden angives.

ISSN 2363-359X (pdf)  
EU-katalognummer QB-BQ-20-008-DA-N (pdf)