

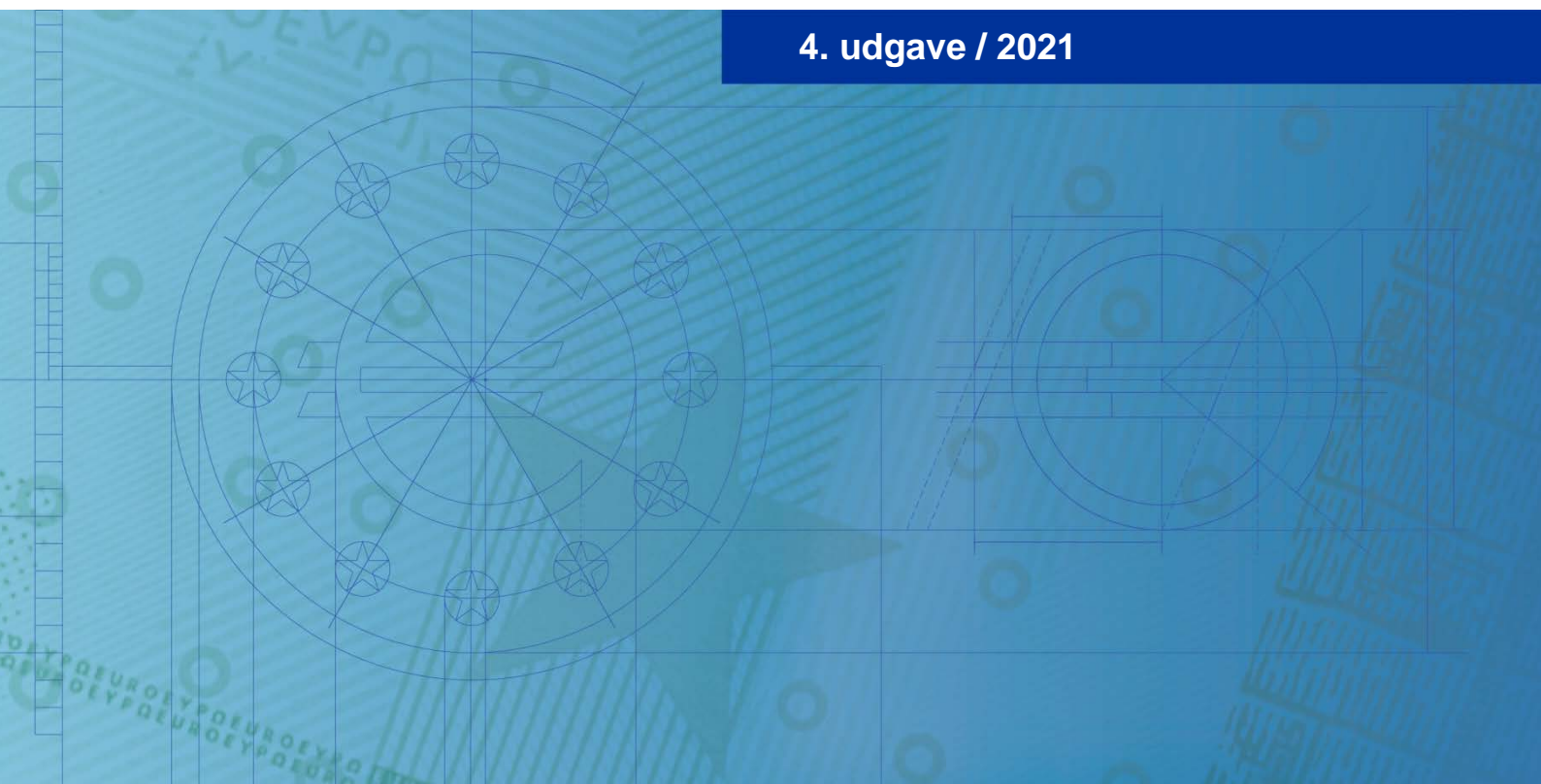


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK  
EUROSYSTEMET

# Økonomisk Bulletin

Oversigt

4. udgave / 2021



# Den økonomiske og monetære udvikling

## 1 Oversigt

**Efter nedgangen i 1. kvartal 2021 er økonomien i euroområdet gradvis ved at blive genåbnet, efterhånden som coronapandemisituationen (covid-19) bedres, og der gøres betydelige fremskridt i vaccinationskampagnerne.** De nyeste data viser tegn på fornyet vækst i aktiviteten i servicesektoren og fortsat vækst i industriproduktionen. Der forventes en yderligere vækst i den økonomiske aktivitet i anden halvdel af året, i takt med at yderligere inddæmningsforanstaltninger ophæves. En stigning i forbruget, en kraftig global efterspørgsel og lempelige penge- og finanspolitikker bliver en afgørende støtte for genopretningen. Samtidig er der fortsat usikkerhed, idet de økonomiske udsigter på kort sigt stadig afhænger af pandemiens udvikling og af, hvordan økonomien reagerer efter genåbningen. Inflationen er steget de seneste måneder, hvilket stort set skyldes basiseffekter, midlertidige faktorer og en stigning i energipriserne. Den forventes at stige yderligere i anden halvdel af året, inden den begynder at falde, efterhånden som en række midlertidige faktorer gradvis forsvinder. Stabens seneste fremskrivninger peger i retning af en gradvis stigning i det underliggende inflationspres i hele fremskrivningsperioden, selvom presset forbliver afdæmpet i sammenhæng med en ledig kapacitet i økonomien, som stadig er betydelig, og som kun gradvis vil blive absorberet i løbet af fremskrivningsperioden. Den samlede inflation forventes at holde sig under det mål, som Styrelsesrådet sigter mod, i fremskrivningsperioden.

**For at reducere usikkerheden og styrke tilliden og dermed understøtte den økonomiske aktivitet og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt er det fortsat afgørende, at der fastholdes gunstige finansieringsforhold, så længe pandemien varer.** Finansieringsforholdene for virksomheder og husholdninger er forblevet stort set stabile siden Styrelsesrådets pengepolitiske møde i marts. Markedsrenterne er dog steget yderligere. Selvom den fortsatte stigning i markedsrenterne delvis afspejler forbedrede økonomiske udsigter, kan den føre til en stramning af finansieringsforholdene i bredere forstand, som er relevante for hele økonomien. Det ville være for tidligt med en sådan stramning og ville udgøre en risiko for den igangværende økonomiske genopretning og inflationsudsigterne. Dette var baggrunden for, at Styrelsesrådet, på grundlag af en fælles vurdering af finansieringsforholdene og inflationsudsigterne, besluttede at bekræfte sin meget lempelige pengepolitik.

### 1.1 Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 10. juni 2021

**Som det fremgår af Eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2021, fortsatte genopretningen af den globale økonomiske aktivitet efter årsskiftet**

**på trods af intensiveringen af pandemien, hvor vækstmarkedsøkonomierne blev globalt epicenter for nye smittetilfælde.** Selvom aktiviteten i 4. kvartal 2020 viste sig at være en smule kraftigere, end det var forventet i de foregående fremskrivninger, gik den globale økonomi ind i 2021 på et svagere grundlag på et tidspunkt, hvor der skete en genopblussen af smitten, og der blev indført strammere inddæmningsforanstaltninger. De seneste konjunkturbarometre indikerer en kraftig vækst i den globale aktivitet, selvom tegnene på divergens mellem de avancerede økonomier og vækstmarkedsøkonomierne, og mellem fremstillings- og servicesektoren, bliver tydeligere. Den omfattende finanspolitiske stimulus, som er vedtaget af Biden-regeringen, ventes at styrke genopretningen i USA, med en vis positiv global afsmitning til følge. På denne baggrund er udsigterne for væksten i den globale økonomi stort set uforandrede i forhold til de foregående fremskrivninger. Væksten i globalt BNP (ekskl. euroområdet) ventes at stige med 6,2 pct. i år, før den aftager og bliver på henholdsvis 4,2 pct. og 3,7 pct. i 2022 og 2023. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet blev imidlertid opjusteret sammenlignet med de foregående fremskrivninger. Den ventes at stige med 8,6 pct. i år og med henholdsvis 5,2 pct. og 3,4 pct. i 2022 og 2023. Dette afspejler primært en kraftigere efterspørgsel fra USA og Storbritannien, der er euroområdets vigtigste handelspartnere. Eksportpriserne hos euroområdets konkurrenter blev opjusteret i 2021 på baggrund af højere råvarepriser og en kraftigere efterspørgsel. Risiciene i tilknytning til de globale basisfremskrivninger er primært relateret til pandemiens fremtidige udvikling. Andre risici i tilknytning til de globale udsigter for aktiviteten vurderes at være stort set afbalancerede, mens risiciene for den globale inflation er opadrettede.

**Der er fortsat sket en vis stramning i de finansielle forhold i euroområdet siden Styrelsesrådets foregående møde på baggrund af en positiv risikoopfattelse.** I løbet af den betragtede periode (11. marts til 9. juni 2021) steg euroområdets statsobligationsrenter og spændet mellem disse og OIS-renten (overnight index swap) moderat, primært på baggrund af forbedrede økonomiske udsigter som følge af fremskridt i vaccinationskampagnerne i hele euroområdet og fortsat politisk støtte. Eonia-rentens (euro overnight index average) forwardrentekurve steg marginalt for de mellemlange til lange løbetider, mens den korte ende har været stort set uændret. Dette tyder på, at der ikke er nogen forventninger om en umiddelbart forestående ændring af den pengepolitiske rente på meget kort sigt. Aktiekurserne steg også, understøttet af en kombination af stadig forholdsvis lave diskonteringsratser og kraftigt stigende forventninger om vækst i virksomhedernes indtjening. Som en afspejling af aktiekurserne fortsatte indsnævringen af erhvervsobligationsspændene, og de er nu på et niveau, som sidst blev observeret før marts 2020. På valutamarkedene blev den nominelle effektive eurokurs styrket en anelse.

**I 1. kvartal 2021 faldt realt BNP i euroområdet yderligere, med 0,3 pct., og var 5,1 pct. under niveauet før pandemien, dvs. i 4. kvartal 2019.**

Konjunkturbarometre og højfrekvente indikatorer peger i retning af en betydelig forbedring af aktiviteten i 2. kvartal 2021. Virksomhedsundersøgelser viser en kraftig genopretning inden for servicesektoren, i takt med at smittetallet falder, som giver mulighed for en gradvis normalisering af aktiviteter, der indebærer tæt fysisk kontakt. Industriproduktionen er fortsat robust, understøttet af en solid global efterspørgsel,

selvom flaskehalsproblemer på udbudssiden kan give en vis modvind for industriaktiviteten på kort sigt. Indikatorer for forbrugertilliden er stigende, hvilket tyder på et kraftigt opsving i det private forbrug i den kommende periode. Erhvervsinvesteringerne udviser resiliens trods virksomhedernes svagere balancer og fortsat usikkerhed om de økonomiske udsigter. Det forventes, at væksten fortsat øges kraftigt i 2. halvdel af 2021, efterhånden som fremskridtene i vaccinationskampagnerne giver mulighed for at lempe inddæmningsforanstaltningerne yderligere. På mellemlangt sigt forventes økonomien i euroområdet at blive holdt oppe af både en kraftigere global og indenlandsk efterspørgsel og fortsat støtte fra både penge- og finanspolitikken.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra juni 2021.** Her ventes en årlig vækst i realt BNP på 4,6 pct. i 2021, 4,7 pct. i 2022 og 2,1 pct. i 2023. Sammenlignet med ECB's stabs fremskrivninger fra marts 2021 er udsigterne for den økonomiske aktivitet blevet opjusteret i 2021 og 2022, hvorimod de er uændrede i 2023.

**Samlet set er risiciene i tilknytning til vækstudsigterne for euroområdet stort set afbalancerede.** På den ene side kan en endnu kraftigere genopretning bygge på de lysere udsigter for den globale efterspørgsel og en hurtigere end forventet nedgang i husholdningernes opsparing, når forsamlings- og rejserestriktionerne er blevet ophævet. På den anden side er pandemien – og spredningen af virusmutationer – samt dens indvirkninger på de økonomiske og finansielle forhold stadig kilder til nedadrettet risiko.

**Ifølge Eurostats foreløbige skøn steg den årlige inflation i euroområdet fra 1,3 pct. i marts til 1,6 pct. i april og 2,0 pct. i maj 2021.** Stigningen skyldtes primært en kraftig stigning i energiprisinflationen, der afspejler både betydelige opadrettede basiseffekter samt måned til måned-stigninger og, i mindre grad, en svag stigning i inflationen i industrivarer ekskl. energi. Den samlede inflation vil sandsynligvis stige yderligere hen mod efteråret, hovedsagelig som følge af udløbet af den midlertidige momsned sættelse i Tyskland. Inflationen forventes at falde igen i begyndelsen af næste år, efterhånden som de midlertidige faktorer gradvis forsvinder, og de globale energipriser falder. Det underliggende prispress forventes at stige noget i år som følge af midlertidige udbudsbegrænsninger og genopretningen af den indenlandske efterspørgsel. Samlet set vil prispresset dog sandsynligvis forblive afdæmpet, hvilket delvis skyldes et lavt lønpres i sammenhæng med en ledig kapacitet i økonomien, som stadig er betydelig, og styrkelsen af eurokursen. Når virkningen af pandemien svinder, vil afviklingen af den betydelige ledige kapacitet – understøttet af lempelige penge- og finanspolitikker – bidrage til en gradvis stigning i den underliggende inflation på mellemlangt sigt. Undersøgelingsbaserede mål og markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på langt sigt befinder sig stadig på et lavt niveau, selvom de markedsbaserede indikatorer er fortsat med at stige.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra juni 2021.** Her ventes en årlig inflation på 1,9 pct. i 2021, 1,5 pct. i 2022 og

**1,4 pct. i 2023.** Sammenlignet med ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2021 er inflationsudsigterne blevet opjusteret for 2021 og 2022, hvilket primært skyldes midlertidige faktorer og en højere energiprisinflation, mens udsigterne er uændrede for 2023, idet stigningen i den underliggende inflation stort set opvejes af et forventet fald i energiprisinflationen. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at stige fra 1,1 pct. i 2021 til 1,3 pct. i 2022 og 1,4 pct. i 2023, hvilket vil sige en opjustering i hele fremskrivningsperioden i forhold til marts 2021-fremskrivningerne.

**Pengeskabelsen i euroområdet aftog i april 2021 og viste begyndende tegn på normalisering efter den enorme vækst i pengemængden i forbindelse med coronakrisen.** Væksten i den brede pengemængde (M3) faldt fra 12,3 pct. i februar og 10,0 pct. i marts til 9,2 pct. i april 2021. Nedgangen i marts og april skyldtes delvis kraftige negative basiseffekter, idet store indstrømninger i den første fase af pandemikrisen ikke længere indgår i de årlige vækststatistikker. Den afspejler også en afdæmpning af udviklingen i pengemængden på kort sigt, som hovedsagelig skyldes en svagere udvikling i husholdningers og virksomheders indskud i april og lavere likviditetsbehov, i takt med at pandemisituationen forbedres. Eurosystemets igangværende opkøb af aktiver er fortsat den største kilde til pengeskabelse. Selvom væksten i det snævre pengemængdemål (M1) også er aftagende, ydede det fortsat det største bidrag til væksten i den brede pengemængde. M1's store bidrag er i overensstemmelse med en stadig udpræget præference for likviditet i den pengeholdende sektor og lave alternativomkostninger ved at holde de mest likvide former for penge.

**Den årlige vækst i udlån til den private sektor faldt til 3,2 pct. i april (mod 3,6 pct. i marts og 4,5 pct. i februar).** Faldet fandt sted på et tidspunkt, hvor långivningen til ikke-finansielle selskaber og til husholdninger udviklede sig modsatrettet. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber faldt til 3,2 pct. i april (mod 5,3 pct. i marts og 7,0 pct. i februar). Nedgangen afspejler store negative basiseffekter og en vis fremrykning af långivning til marts, som havde relation til april. Den årlige vækst i udlån til husholdninger steg til 3,8 pct. i april (mod 3,3 pct. i marts og 3,0 pct. i februar) understøttet af solide månedlige strømme og positive basiseffekter. Sammen med de foranstaltninger, der er vedtaget af nationale regeringer og andre 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 pandemien.

**Som følge af det meget markante økonomiske tilbageslag under coronapandemien og den kraftige finanspolitiske reaktion steg underskuddet på den offentlige saldo i euroområdet betydeligt, fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 7,3 pct. af BNP i 2020.** I år er mange nødforanstaltninger blevet forlænget og yderligere støtte til genopretningen indført, efterhånden som nye bølger af pandemien har ramt eurolandene. Det antages derfor i Eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2021, at den offentlige budgetsaldo i euroområdet kun forbedres marginalt til -7,1 pct. af BNP i 2021. I takt med at pandemien ophører, og den økonomiske genopretning bider sig fast, forventes der dog et hurtigere fald i

underskuddet, til 3,4 pct. i 2022 og 2,6 pct. ved udgangen af fremskrivningsperioden i 2023. Euroområdet gælder forventes at toppe lige under 100 pct. af BNP i 2021 og at falde til ca. 95 pct. af BNP i 2023, hvilket er ca. 11 procentpoint højere end før coronakrisen. På trods heraf er en ambitiøs og koordineret finanspolitik fortsat altafgørende, idet en for tidlig tilbagerulning af den finanspolitiske støtte ville risikere at svække genopretningen og forstærke de vedvarende mén på længere sigt. De nationale finanspolitikker bør således fortsat yde kritisk og hurtig støtte til de virksomheder og husholdninger, som er hårdest ramt af den igangværende pandemi og inddæmningsforanstaltningerne i tilknytning hertil. Samtidig bør de finanspolitiske foranstaltninger stadig være midlertidige og kontracykliske, alt imens det sikres, at de er tilstrækkelig målrettede til at kunne adressere sårbarheder effektivt og understøtte en hurtig genopretning af økonomien i euroområdet. Next Generation EU-pakken forventes som et supplement til de nationale finanspolitiske foranstaltninger at spille en central rolle ved at bidrage til en hurtigere, kraftigere og mere ensartet genopretning. Den bør øge den økonomiske resiliens og vækstpotentialet i EU-landenes økonomier, navnlig hvis midlerne anvendes til produktive offentlige udgifter og ledsages af produktivitsfremmende strukturpolitikker. I henhold til de makroøkonomiske fremskrivninger fra juni bør kombinationen af Next Generation EU-tilskud og -lån give en yderligere stimulus på ca. 0,5 pct. af BNP pr. år i perioden mellem 2021 og 2023.

## 1.2 De pengepolitiske beslutninger

Den 10. juni 2021 besluttede Styrelsesrådet igen at bekræfte den meget lempelige pengepolitik for at fastholde gunstige finansieringsforhold for alle sektorer i økonomien, hvilket er nødvendigt for en vedvarende økonomisk genopretning og for at sikre prisstabilitet.

1. Styrelsesrådet besluttede at fastholde ECB's officielle renter. De forventes at forblive på det nuværende eller et lavere niveau, indtil der er en robust bevægelse af inflationsudsigterne 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 vil fortsætte nettoopkøbene af aktiver under opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP), der har en samlet ramme på 1.850 mia. euro, i hvert fald indtil udgangen af marts 2022 og i alle tilfælde, indtil Styrelsesrådet vurderer, at den kritiske fase af coronakrisen er ovre. På baggrund af en fælles vurdering af finansieringsforholdene og inflationsudsigterne forventer Styrelsesrådet, at nettoopkøbene under PEPP i det kommende kvartal fortsat bliver gennemført i et betydeligt højere tempo end i de første måneder af året. Styrelsesrådet 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 rekalibrere rammen, hvis det er nødvendigt for at fastholde gunstige finansieringsforhold for at bidrage til at modvirke det negative stød, som pandemien har givet inflationsudviklingen. Desuden vil Styrelsesrådet fortsat geninvestere 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. 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. Hertil kommer, at det er Styrelsesrådets hensigt at fortsætte med 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.
4. Endelig vil Styrelsesrådet fortsætte med at stille rigelig likviditet til rådighed ved hjælp af markedsoperationerne. Den opnåede finansiering ved den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-III) spiller en afgørende rolle med hensyn til at understøtte bankernes långivning til virksomheder og husholdninger.

Styrelsesrådet vil også fortsætte med at overvåge udviklingen i valutakursen og dens mulige konsekvenser for inflationsudsigterne på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet er rede til, i givet fald, at justere alle sine instrumenter for at sikre en vedvarende udvikling i inflationen i retning af inflationsmålet og i overensstemmelse med forpligtelsen til symmetri.

© Den Europæiske Centralbank, 2021

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-21-010-DA-N (pdf)