

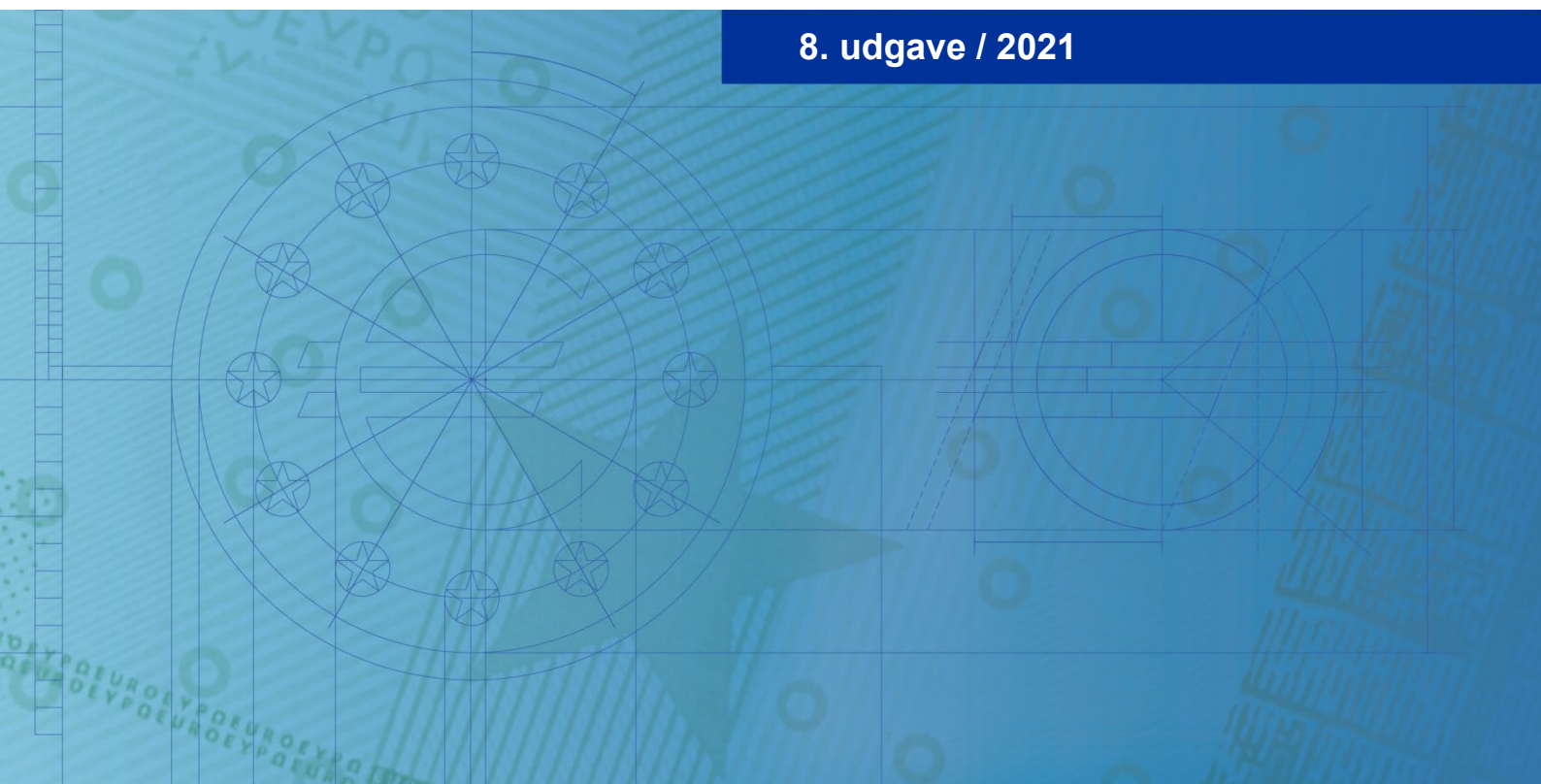


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

8. udgave / 2021



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

Oversigt

Den økonomiske aktivitet

Den globale økonomi fortsætter genopretningen, selvom vedvarende forsyningsflaskehalse, stigende råvarepriser og omikronvarianten af coronavirus (covid-19) fortsætter med at kaste en skygge over vækstudsigterne på kort sigt. De seneste undersøgelsesdata vedrørende den

økonomiske aktivitet tyder på, at væksten stadig var lav ved begyndelsen af 4. kvartal, navnlig i fremstillingssektoren, på grund af de ovennævnte forsyningsflaskehalse, hvorimod servicesektoren havde fordel af genåbningen af store økonomier. Sammenlignet med de foregående fremskrivninger er vækstudsigterne for den globale økonomi i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2021 blevet nedjusteret i 2021, mens de er uændrede i 2022 og er blevet opjusteret i 2023. Væksten i globalt realt BNP (ekskl. euroområdet) skønnes at stige til 6,0 pct. i 2021 og derefter aftage til 4,5 pct. i 2022, 3,9 pct. i 2023 og 3,7 pct. i 2024. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet ventes at stige med 8,9 pct. i 2021, 4,0 pct. i 2022, 4,3 pct. i 2023 og 3,9 pct. i 2024. Den udenlandske efterspørgsel er imidlertid blevet nedjusteret i 2021 og 2022 sammenlignet med de foregående fremskrivninger. Dette afspejler de aktuelle forsyningsflaskehalses negative effekt på den globale import.

Forsyningsflaskehalsene forventes at begynde at aftage fra 2. kvartal 2022 og at være fuldt afviklede inden 2023. Eksportpriserne hos euroområdets konkurrenter er blevet opjusteret i 2021 og 2022 på baggrund af et sammenfald af højere råvarepriser, forsyningsflaskehalse og en efterspørgsel under genopretning.

Pandemiens fremtidige udvikling er stadig den vigtigste risiko, der påvirker basisfremskrivningerne for den globale økonomi. Andre risici i tilknytning til vækstudsigterne vurderes at være nedadrettede, hvorimod der er større usikkerhed om risikobalancen i tilknytning til den globale inflation.

Euroområdets økonomi fortsætter med at rette sig. Væksten er aftagende, men aktiviteten forventes at stige kraftigt igen i løbet af dette år. Det ventes, at den

fortsatte økonomiske genopretning vil være drevet af en solid indenlandsk efterspørgsel. Arbejdsmarkedet er inde i en forbedring med flere mennesker i arbejde og færre i jobfastholdelsesordninger. Dette underbygger udsigten til stigende indkomster i husholdningerne og stigende forbrug. Den opsparring, der er blevet opbygget under pandemien, vil også understøtte forbruget. Den økonomiske aktivitet aftog i løbet af 4. kvartal 2021, og den lavere vækst vil sandsynligvis fortsætte i begyndelsen af det nye år. Vi forventer nu, at produktionen overskrider niveauet før pandemien i 1. kvartal 2022. Nogle lande i euroområdet har genindført strengere inddæmningsforanstaltninger for at håndtere den nuværende pandemibølge. Dette

kan forsinke genopretningen, særlig i rejse-, turist-, hotel-, restaurations- og underholdningsbranchen. Pandemien påvirker forbruger- og erhvervstilliden negativt, og spredningen af nye virusvarianter skaber ekstra usikkerhed. Desuden lægger stigende energiomkostninger en bremse på forbruget. I nogle sektorer er der mangel på udstyr, materialer og arbejdskraft, som hæmmer produktionen af færdigvarer, forårsager forsinkelser i bygge- og anlægsbranchen og bremser genopretningen i dele af servicesektoren. Disse flaskehalse vil være ved i nogen tid, men de bør aftage i løbet af 2022.

Selvom covid-19-krisen fortsatte med at tynde de offentlige finanser i 2021, viser Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2021, at den offentlige budgetsaldo allerede er i bedring. Efter at have toppet på 7,2 pct. af BNP i 2020 skønnes gældskvoten at være faldet til 5,9 pct. i 2021. Den ventes at falde yderligere til 3,2 pct. i 2022 og at stabilisere sig på knap 2 pct. inden udgangen af fremskrivningsperioden i 2024. Disse forbedringer skyldes en kombination af højere konjunkturkorrigerede primære saldi og – især fra 2022 – et betydeligt større bidrag fra den økonomiske konjunktur. Efter en meget ekspansiv finanspolitik i euroområdet i 2020 fulgte en kun marginal stramning i 2021 efter justering for tilskud fra Next Generation EU (NGEU). I 2022 ventes en betydelig stramning af finanspolitikken, omend i langt mindre grad, end det er fremgået af tidligere fremskrivninger. Dette skyldes hovedsagelig en tilbagerulning af en stor del af krisestøtten. Stramningen ventes at fortsætte i resten af fremskrivningsperioden, men i langt mindre omfang, idet der stadig vil være en betydelig støtte til økonomien i de kommende år. Målrettede og vækstfremmende finanspolitiske foranstaltninger bør fortsat supplere pengepolitikken. Denne støtte vil også hjælpe økonomien med at tilpasse sig de strukturelle ændringer, der er på vej. En effektiv gennemførelse af NGEU-programmet og "Fit for 55"-pakken vil bidrage til en kraftigere, grønnere og mere ensartet genopretning i eurolandene.

Der forventes et kraftigt opsving i væksten i løbet 2022. I Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december ventes en årlig vækst i realt BNP på 5,1 pct. i 2021, 4,2 pct. i 2022, 2,9 pct. i 2023 og 1,6 pct. i 2024. Sammenlignet med stabens septemberfremskrivninger er udsigterne blevet nedjusteret i 2022 og opjusteret i 2023.

Inflation

Inflationen steg yderligere til 4,9 pct. i november. Den vil fortsat ligge over 2 pct. gennem det meste af 2022. Inflationen forventes fortsat at være høj på kort sigt, men at falde i løbet af dette år. Opsvinget i inflationen afspejler primært en kraftig stigning i priserne på brændstof, gas og elektricitet. I november kunne over halvdelen af den samlede inflation tilskrives energiinflationen. I visse sektorer er efterspørgslen også stadig større end det begrænsede udbud. Konsekvenserne ses især i priserne på varige forbrugsgoder og de tjenesteydelser, som for nylig er blevet genåbnet. Basiseffekter relateret til tilbagerulningen af momsnedsettelsen i Tyskland bidrager stadig til højere inflation, men kun indtil udgangen af 2021. Det er usikkert, hvor lang tid det vil tage, før disse problemer er løst. Men i løbet af 2022 forventes

energipriserne at stabilisere sig og forbrugsmønstrene at normaliseres, og det prispres, der skyldes globale forsyningsflaskehalse, forventes at mindskes. Over tid bør økonomiens gradvise tilbagevenden til fuld kapacitet og yderligere forbedringer på arbejdsmarkedet understøtte en hurtigere lønvækst. Markeds- og spørgeskemabaserede mål for inflationsforventningerne på langt sigt har været stort set stabile siden det pengepolitiske møde i oktober. Overordnet set har de dog bevæget sig nærmere 2 pct. i de seneste måneder. Disse faktorer vil bidrage til, at den underliggende inflation bevæger sig op, og bringe den samlede inflation op på ECB's 2 pct.-mål på mellemlangt sigt.

I Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2021 ventes en årlig inflation på 2,6 pct. i 2021, 3,2 pct. i 2022, 1,8 pct. i 2023 og 1,8 pct. i 2024, hvilket er betydelig højere end i de foregående fremskrivninger i september. Den gennemsnitlige inflation ekskl. fødevarer og energi ventes at blive 1,4 pct. i 2021, 1,9 pct. i 2022, 1,7 pct. i 2023 og 1,8 pct. i 2024, hvilket også er højere end i septemberfremskrivningerne.

Risikovurdering

Styrelsesrådet anser de risici, som knytter sig til de økonomiske udsigter, for at være stort set afbalancerede. Den økonomiske aktivitet kan overgå ECB's forventninger, hvis forbrugernes tillid øges, og de sparer mindre op end forventet. Den seneste forværring af pandemien, herunder spredningen af nye varianter, kan derimod bremse væksten mere vedvarende. Energiprisernes udvikling og spørgsmålet, hvor lang tid der går, før forsyningsflaskehalsene forsvinder, er risici for genopretningen og for inflationsudsigterne. Hvis prispresset fører til højere lønstigninger end forventet, eller økonomien hurtigere vender tilbage til fuld kapacitet, kan inflationen vise sig at blive højere.

Finansielle og monetære forhold

Markedsrenterne har været stort set stabile siden Styrelsesrådets møde i oktober. I den betragtede periode (9. september til 15. december 2021) var de finansielle markeder i euroområdet overvejende påvirket af skift i inflationsudsigterne og ny usikkerhed om yderligere økonomiske konsekvenser relateret til covid-19. Nyhederne om den nye omikronvariant skabte volatilitet, men den kraftige umiddelbare påvirkning, navnlig af risikoaktiver, vendte delvis mod slutningen af den betragtede periode.

Pengeskabelsen i euroområdet steg i oktober 2021, hvilket afspejlede en større usikkerhed i forbindelse med covid-19-pandemien og politiske støtteforanstaltninger. Eurosystemets opkøb af aktiver var fortsat den største kilde til pengeskabelse. Bankernes udlånsrenter for virksomheder og husholdninger befandt sig stadig på et historisk lavt niveau. Samlet set er finansieringsforholdene i økonomien fortsat gunstige. Långivningen til virksomheder er delvis drevet af kortsigtede finansieringsbehov som følge af forsyningsflaskehalse, der øger

virksomhedernes udgifter til varebeholdning og driftskapital. Samtidig er erhvervslivets efterspørgsel efter lån stadig moderat på grund af tilbageholdt overskud og store likviditetsbeholdninger samt en høj gæld. Långivningen til husholdninger er stadig robust, drevet af efterspørgsel efter realkreditlån. Bankerne i euroområdet har yderligere styrket deres balancer takket være en højere kapitalprocent og færre misligholdte lån. Bankerne er nu lige så rentable, som de var før pandemien. Bankernes finansieringsforhold er generelt stadig gunstige.

I overensstemmelse med den nye pengepolitiske strategi foretager Styrelsesrådet to gange årligt en dybdegående vurdering af det indbyrdes forhold mellem pengepolitik og finansiell stabilitet. En lempelig pengepolitik understøtter vækst, som støtter virksomheders og finansielle institutioners balancer, samtidig med at risici for fragmentering af markedet forebygges. Samtidig kræver den lempelige pengepolitik indvirkning på ejendomsmarkederne og de finansielle markeder en nøje overvågning, da en række sårbarheder på mellemlangt sigt er blevet intensiveret. Makroprudentiel politik er dog stadig den første forsvarslinje i indsatsen for at bevare finansiell stabilitet og håndtere sårbarheder på mellemlangt sigt.

Pengepolitiske beslutninger

På sit pengepolitiske møde i december vurderede Styrelsesrådet, at fremskridtene med hensyn til økonomisk genopretning og i retning af ECB's inflationsmål på mellemlangt sigt giver mulighed for en gradvis nedtrapning af opkøb af aktiver i de kommende kvartaler. Der er imidlertid stadig behov for en lempelig pengepolitik, således at inflationen stabiliserer sig på ECB's 2 pct.-inflationsmål på mellemlangt sigt. I lyset af den nuværende usikkerhed er Styrelsesrådet nødsaget til at bevare fleksibiliteten og råde over valgmuligheder, når det gennemfører sin pengepolitik. På denne baggrund traf Styrelsesrådet følgende beslutninger:

For det første forventer Styrelsesrådet i 1. kvartal 2022 at foretage nettoopkøb under opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP) på et lavere niveau end i det foregående kvartal. Nettoopkøbene under PEPP vil ophøre ved udgangen af marts 2022.

For det andet besluttede Styrelsesrådet at udvide geninvesteringshorisonten for PEPP. Det er nu hensigten at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PEPP, efterhånden som de forfalder, i hvert fald indtil udgangen af 2024. Den fremtidige udfasning af PEPP-porteføljen vil under alle omstændigheder blive styret, så den ikke indvirker på den passende pengepolitiske linje.

For det tredje har pandemien vist, at fleksibilitet i udformningen og gennemførelsen af aktivopkøb i stresssituationer har bidraget til at modvirke en svækkelse af transmissionen af ECB's pengepolitik og har gjort indsatsen for at opnå Styrelsesrådets mål mere effektiv. Inden for ECB's mandat vil fleksibilitet, i stresssituationer, fortsat være et element i pengepolitikken, når trusler mod den pengepolitiske transmission bringer prisstabiliteten i fare. Navnlig kan

geninvesteringer under PEPP – såfremt der igen opstår fragmentering af markedet i forbindelse med pandemien – når som helst justeres fleksibelt med hensyn til tid, aktivklasser og jurisdiktioner. Dette kan omfatte opkøb af obligationer udstedt af Den Helleniske Republik ud over geninvesteringerne af indfrielse for at undgå en afbrydelse af opkøb i denne jurisdiktion, som ville kunne hæmme transmissionen af pengepolitikken til den græske økonomi, mens den stadig er under genopretning fra pandemiens følgevirkninger. Nettoopkøbene under PEPP kan også blive genoptaget, hvis det bliver nødvendigt, for at modvirke negative stød, der er relateret til pandemien.

For det fjerde fastsatte Styrelsesrådet – i overensstemmelse med en gradvis nedtrapning af opkøbene af aktiver og for at sikre, at den pengepolitiske linje fortsat er i overensstemmelse med en inflation, der stabiliserer sig på ECB's 2 pct.-mål på mellemlangt sigt – et månedligt niveau for nettoopkøbene på 40 mia. euro i 2. kvartal og 30 mia. euro i 3. kvartal inden for programmet til opkøb af aktiver (APP). Fra og med oktober 2022 vil nettoopkøbene under APP blive opretholdt på et månedligt niveau på 20 mia. euro, så længe det er nødvendigt for at styrke den lempende effekt af de pengepolitiske renter. Styrelsesrådet forventer, at nettoopkøbene ophører, kort før det begynder at forhøje ECB's officielle renter.

Styrelsesrådet bekræftede også sine øvrige foranstaltninger til at understøtte ECB's mandat til at fastholde prisstabilitet, nemlig niveauet på ECB's officielle renter og forward guidance om udviklingen i de pengepolitiske renter. Dette er afgørende for at bevare det niveau af lempelighed, som kan stabilisere inflationen på ECB's 2 pct.-inflationsmål på mellemlangt sigt.

Styrelsesrådet vil fortsat overvåge bankernes finansieringsforhold og sikre, at udløbet af operationer under den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO III) ikke hæmmer den gnidningsløse transmission af pengepolitikken. Det vil også løbende vurdere, hvordan målrettede långivningstransaktioner bidrager til dets pengepolitik. Som meddelt forventer Styrelsesrådet, at de særlige betingelser, der gælder i forbindelse med TLTRO III, ophører i juni i år. Det vil også vurdere, hvilken kalibrering det er hensigtsmæssigt at foretage af dets todelte system for forrentning af reserver, således at de negative pengepolitiske renter ikke begrænser bankernes formidlingskapacitet i en situation med et stort likviditetsoverskud.

Styrelsesrådet er rede til, om nødvendigt, at tilpasse alle sine instrumenter, i den ene eller anden retning, for at sikre, at inflationen stabiliserer sig på ECB's 2 pct.-mål på mellemlangt sigt.

© Den Europæiske Centralbank, 2021

Postadresse: 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon: +49 69 1344 0
Websted: 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-21-012-DA-N (pdf)