

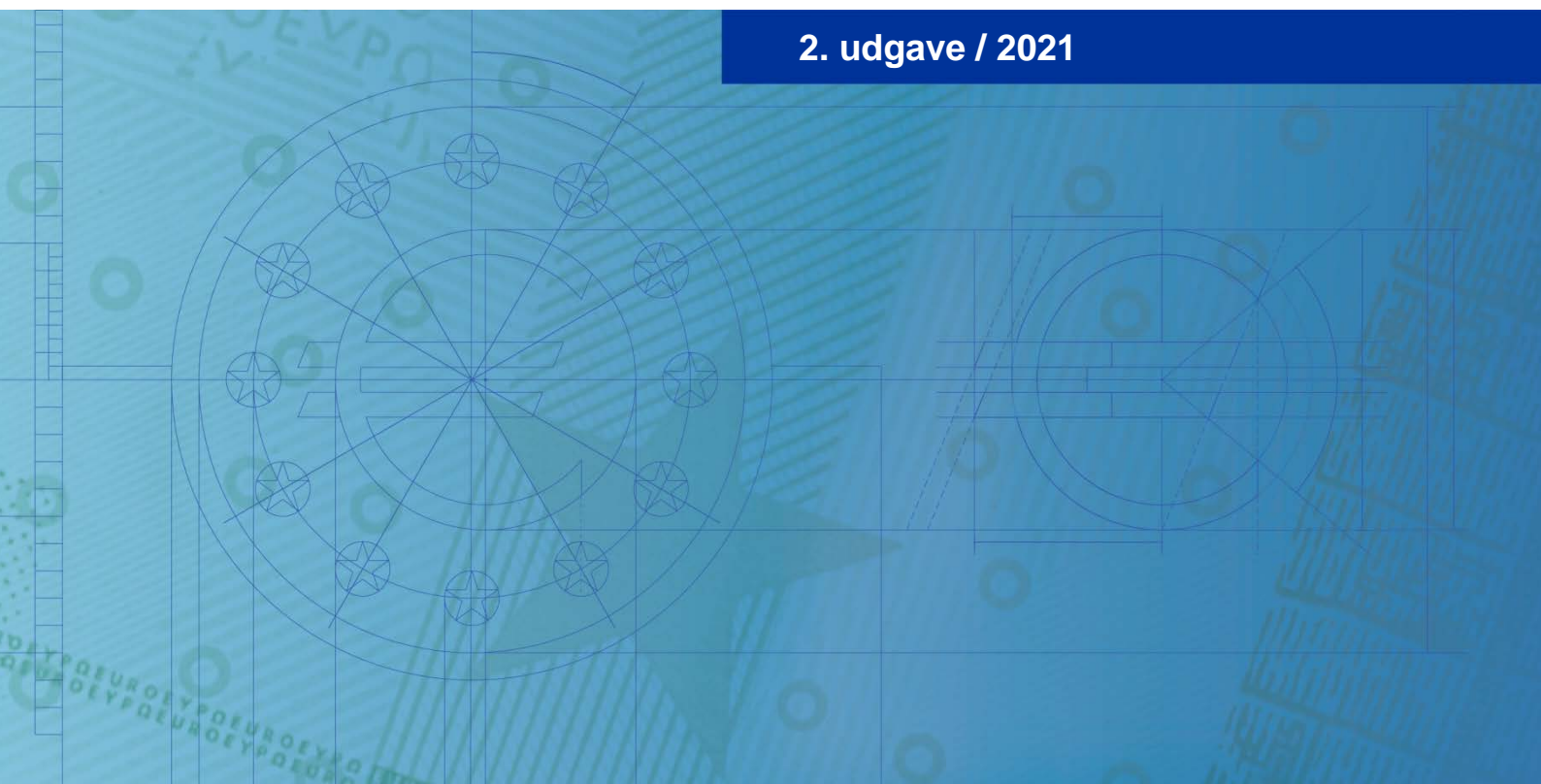


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK  
EUROSYSTEMET

# Økonomisk Bulletin

Oversigt

2. udgave / 2021



# Den økonomiske og monetære udvikling

## 1 Oversigt

**Selvom den overordnede økonomiske situation forventes at blive bedre i løbet af 2021, er der fortsat usikkerhed om de økonomiske udsigter på kort sigt, især i relation til udviklingen af coronapandemien (covid-19), og hvor hurtigt vaccinationskampagnerne gennemføres.** Opsvinget i den globale efterspørgsel og yderligere finanspolitiske foranstaltninger understøtter aktiviteten, både på verdensplan og i euroområdet. Men et vedvarende højt smitteniveau, spredningen af virusmutationer og den dertil knyttede forlængelse og skærpelse af inddæmningsforanstaltninger påvirker den økonomiske aktivitet i euroområdet negativt på kort sigt. Fremadrettet understøtter de igangværende vaccinationskampagner sammen med den ventede gradvise lempelse af inddæmningsforanstaltninger forventningen om et solidt opsving i den økonomiske aktivitet i løbet af 2021. Inflationen er steget i løbet af de seneste måneder, hvilket hovedsagelig skyldes en række overgangsfaktorer og en stigning i energiprisinflationen. Samtidig er det underliggende prispres stadig afdæmpet i sammenhæng med en svag efterspørgsel og en betydelig ledig kapacitet på arbejds- og produktmarkederne. Selvom stabens seneste fremskrivninger viser en gradvis stigning i det underliggende inflationspres, bekræfter de, at inflationsudsigterne på mellemlangt sigt fortsat er stort set uændrede i forhold til stabens fremskrivninger fra december 2020, og at de ligger under Styrelsesrådets inflationsmål.

**Under disse omstændigheder er det fortsat helt afgørende at fastholde de gunstige finansieringsforhold, så længe pandemien varer.** Styrelsesrådet vurderer finansieringsforholdene ved at se på et holistisk og forskelligartet sæt indikatorer, som spænder over hele pengepolitikens transmissionskæde, fra risikofrie renter og statsobligationsrenter til virksomhedsobligationsrenter og bankernes kreditvilkår. Markedsrenterne er steget siden årets begyndelse, hvilket udgør en risiko for finansieringsforholdene i bredere forstand. Bankerne bruger risikofrie renter og statsobligationsrenter som vigtige referencer for fastsættelsen af kreditvilkårene. Hvis stigningerne i disse markedsrenter er betydelige og vedvarende, kan de – hvis der ikke foretages noget – føre til en for tidlig stramning af finansieringsforholdene inden for alle sektorer af økonomien. Dette er ikke ønskværdigt på et tidspunkt, hvor det fortsat er nødvendigt at fastholde gunstige finansieringsforhold for at reducere usikkerheden og styrke tilliden og dermed understøtte den økonomiske aktivitet og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. På denne baggrund og baseret på en fælles vurdering af finansieringsforholdene og inflationsudsigterne forventer Styrelsesrådet, at opkøbene under PEPP (opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation) i det næste kvartal bliver gennemført i et betydeligt højere tempo end i de første måneder af året.

## 1.1 Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 11. marts 2021

### **Opsvinget i den globale økonomi fra den recession, som coronapandemien have forårsaget, skete hurtigere end forventet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020.**

Væksten kom dog i hårdere modvind, da den globale pandemi forværredes ved årsskiftet. En genopblussen af antallet af nye smittede fik regeringerne til at genindføre strenge nedlukninger. Dette skete især i de avancerede økonomier. Den negative effekt af disse foranstaltninger på den globale vækst er allerede synlig i de seneste tal. Pandemien er fortsat den vigtigste faktor bag den økonomiske udvikling fremover. Vaccinationsindsatsen har gradvis taget fart, selvom det sker i forskellige tempi i de forskellige lande. Immuniseringsniveauet er imidlertid stadig for lavt, til at inddæmningsforanstaltningerne kan ophæves. Den finanspolitiske pakke, som USA vedtog i december, og handelsaftalen mellem EU og Storbritannien understøtter udsigterne for forholdene uden for euroområdet i år. Væksten i globalt BNP (ekskl. euroområdet) ventes at være 6,5 pct. i 2021, hvorefter den aftager til 3,9 pct. i 2022 og 3,7 pct. i 2023. Dette er på linje med den nedgang på 2,4 pct. i globalt BNP, som antages i 2020. Handelsaftalen mellem EU og Storbritannien og den kraftigere genopretning i de avancerede økonomier, som ventes i fremskrivningerne, forklarer opjusteringerne af den udenlandske efterspørgsel i euroområdet. Sidstnævnte ventes at stige med 8,3 pct. i år og 4,4 pct. og 3,2 pct. i henholdsvis 2022 og 2023, hvilket indebærer opjusteringer på 1,7 procentpoint i 2021 og 0,3 procentpoint i 2022. Risiciene i tilknytning til basisfremskrivningerne af den globale vækst er opadrettede, idet præsident Bidens planlagte yderligere finanspolitiske stimulus udgør en stor opadrettet risiko. Modelsimuleringer tyder på, at den vil forøge USA's reale BNP med 2-3 pct. og føre til, at økonomien opererer over sit potentiale, selvom effekten på inflationen forventes at blive moderat.

### **Der er sket en vis stramning i de finansielle forhold i euroområdet siden Styrelsesrådets møde i december 2020 på baggrund af en positiv risikoopfattelse.**

I den betragtede periode (10. december 2020 til 10. marts 2021) blev Eonia-rentens (euro overnight index average) forwardrentekurve forskudt opad og blev stejlere. I øjeblikket signalerer forwardrentekurven ikke forventninger om en rentenedsættelse på kort sigt. Euroområdets lange statsobligationsspænd forblev stabilt, idet rentestigningen blev drevet af stigningen i de risikofrie renter, understøttet af en robust risikoopfattelse, der underbygges af pengepolitisk og finanspolitisk stimulus. Priserne på risikoaktiver steg tilsvarende. På valutamarkederne svækkedes den nominelle effektive eurokurs en anelse.

### **Efter det kraftige opsving i væksten i 3. kvartal 2020 faldt realt BNP i euroområdet med 0,7 pct. i 4. kvartal.**

Set over hele året skønnes realt BNP at være faldet med 6,6 pct. i 2020, idet den økonomiske aktivitet i årets 4. kvartal lå 4,9 pct. under niveauet ved udgangen af 2019, dvs. før pandemien. De seneste økonomiske tal, undersøgelsesresultater og højfrekvente indikatorer tyder på en fortsat økonomisk svækkelse i 1 kvartal 2021, som er drevet af pandemiens vedvarende karakter og de hertil knyttede restriktioner. Som følge heraf vil realt BNP sandsynligvis falde igen i dette års 1. kvartal. Den økonomiske udvikling er stadig

uensartet på tværs af lande og sektorer, idet servicesektoren er mere negativt påvirket af restriktionerne for den sociale aktivitet og mobiliteten end aktiviteten i industrisektoren, der retter sig hurtigere. Selvom finanspolitiske foranstaltninger understøtter husholdninger og virksomheder, er forbrugerne stadig forsigtige i lyset af pandemien og dens indvirkning på beskæftigelsen og indtjeningen. Endvidere påvirkes erhvervsinvesteringerne stadig negativt af virksomhedernes svagere balancer og den høje usikkerhed om de økonomiske udsigter.

**Fremadrettet understøtter de igangværende vaccinationskampagner sammen med den gradvise lempelse af inddæmningsforanstaltningerne – med forbehold af en yderligere negativ udvikling i relation til pandemien – forventningen om et solidt opsving i den økonomiske aktivitet i løbet af 2021.**

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 gradvis ophæves.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra marts 2021.** Her ventes en årlig vækst i realt BNP på 4,0 pct. i 2021, 4,1 pct. i 2022 og 2,1 pct. i 2023. Sammenlignet med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020 er udsigterne for den økonomiske aktivitet stort set uændrede.

**Samlet set er de risici, der knytter sig til vækstudsigterne for euroområdet på mellemlangt sigt, blevet mere afbalancerede, selvom der stadig er nedadrettede risici på kort sigt.** På den ene side er de bedre udsigter for den globale efterspørgsel, som understøttes af den betydelige finanspolitiske stimulus, og fremskridtene med vaccinationskampagnerne opmuntrende. På den anden side er den fortsatte pandemi – og spredningen af virusmutationer – samt pandemiens indvirkninger på de økonomiske og finansielle forhold stadig kilder til nedadrettet risiko.

**Den årlige inflation i euroområdet steg markant fra -0,3 pct. i december 2020 til 0,9 pct. i januar og februar 2021.** Opsvinget i den samlede inflation afspejler en række idiosynkratiske faktorer, bl.a. den omstændighed, at den midlertidige momsreduktion i Tyskland udløb, forsinkede udsalgsperioder i nogle eurolande og virkningen af ændringerne i HICP-vægte for 2021, der var større end normalt, samt en højere energiprisinflation. På baggrund af de nuværende futurespriser på olie vil den samlede inflation sandsynligvis stige i de kommende måneder, idet der dog forventes en vis volatilitet i løbet af året som følge af den skiftende dynamik i de faktorer, som på nuværende tidspunkt presser inflationen i vejret. Disse faktorer kan forventes gradvis at forsvinde fra den årlige inflation i begyndelsen af næste år. Det underliggende prispres forventes at aftage noget i år på grund af de nuværende begrænsninger i udbuddet og opsvinget i den indenlandske efterspørgsel, selvom presset generelt forventes at forblive afdæmpet. Dette afspejler også et lavt lønpres og den tidligere appreciering af euroen. Når virkningen af pandemien svinder, vil afviklingen af den betydelige ledige kapacitet – understøttet af lempelige finans- og pengepolitikker – bidrage til en gradvis stigning i inflationen på mellemlangt sigt. Undersøgelserbaserede mål og markedsbaserede indikatorer for

inflationsforventningerne på langt sigt befinder sig stadig på et lavt niveau, selvom de markedsbaserede indikatorer har fortsat den gradvise stigning.

**Denne vurdering stemmer i store træk overens med basisscenariet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra marts 2021. Her ventes en årlig inflation på 1,5 pct. i 2021, 1,2 pct. i 2022 og 1,4 pct. i 2023.**

Sammenlignet med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2020 er inflationsudsigterne blevet opjusteret for 2021 og 2022, hvilket primært skyldes midlertidige faktorer og en højere energiprisinflation, mens udsigterne er uændrede for 2023. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at blive på 1,0 pct. i 2021 og 1,1 pct. i 2022 for derefter at stige til 1,3 pct. i 2023.

**Udviklingen i pengemængden i euroområdet afspejlede fortsat virkningen af coronapandemien.** Væksten i den brede pengemængde (M3) var 12,5 pct. i januar 2021, efter 12,4 pct. i december og 11,0 pct. i november 2020. Den kraftige pengemængdevækst blev fortsat understøttet af Eurosystemets igangværende opkøb af aktiver, som stadig er 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). Udviklingen i udlån til den private sektor var kendetegnet ved et noget svagere udlån til ikke-finansielle selskaber og et robust udlån til husholdninger. Den månedlige strøm af udlån til ikke-finansielle selskaber var stadig meget beskeden og fortsatte således tendensen siden slutningen på sommeren. Samtidig forblev den årlige vækstrate for udlån til ikke-finansielle selskaber stort set uændret på 7,0 pct. (7,1 pct. i december), hvilket stadig afspejlede den meget kraftige udlånsstigning i årets første halvdel. Den årlige vækst i udlån til husholdninger forblev stort set stabil på 3,0 pct. i januar (3,1 pct. i december), samtidig med at der var en betydelig positiv månedlig strøm. 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, sammen med en hidtil uset kraftig finanspolitisk reaktion, skønnes det, at underskuddet på den offentlige saldo i euroområdet er steget betydeligt, fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 7,2 pct. af BNP i 2020.** Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2021 falder underskuddet til 6,1 pct. af BNP i 2021 og til 2,4 pct. ved slutningen af fremskrivningsperioden. Selvom denne udvikling vil indebære, at den offentlige gæld i euroområdet stiger til 95 pct. af BNP i 2023, ca. 11 procentpoint højere end før krisen, bør det bemærkes, at den negative virkning på budgetstillingen sandsynligvis vil være noget mindre end oprindelig forventet i pandemiens første fase. En ambitiøs og koordineret finanspolitik vil dog fortsat være altafgørende. Med dette for øje bør støtten fra de nationale finanspolitikker fortsætte som følge af den svage efterspørgsel fra virksomheder og husholdninger i forbindelse med den igangværende pandemi og de tilhørende inddæmningsforanstaltninger. Next Generation EU-pakken vil som et supplement

spille en central rolle ved at bidrage til en hurtigere, kraftigere og mere ensartet genopretning. Den vil øge den økonomiske resiliens og vækstpotentialer i EU-medlemslandenes økonomier, navnlig hvis midlerne anvendes til produktive offentlige udgifter, ledsaget af produktivitetsfremmende strukturpolitikker.

## 1.2 De pengepolitiske beslutninger

Den 11. marts 2021 traf Styrelsesrådet følgende beslutninger med henblik på at fastholde gunstige finansieringsforhold under pandemien for alle økonomiske sektorer og herved understøtte den økonomiske aktivitet og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt.

1. Styrelsesrådet besluttede at 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 opkøbene under PEPP i det næste kvartal 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 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. 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.
2. 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.

3. 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.
4. Endelig vil Styrelsesrådet fortsætte med at stille rigelig likviditet til rådighed ved hjælp af markedsoperationerne. Især den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-III) er fortsat en attraktiv finansieringskilde for bankerne, idet den understøtter 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-21-009-DA-N (pdf)