

LEDER

På baggrund af dets regelmæssige økonomiske og monetære analyse besluttede Styrelsesrådet på mødet den 3. december 2009 at fastholde ECBs officielle renter. ECBs aktuelle renter er fortsat passende. Tages alle nye informationer og analyser siden Styrelsesrådets møde den 5. november 2009 i betragtning, ventes prisudviklingen at forblive afdæmpet på det for pengepolitikken relevante sigt. De seneste data bekræfter endvidere den ventede bedring i den økonomiske aktivitet i 2. halvår 2009, samtidig med at væksten i realt BNP i euroområdet igen blev positiv i 3. kvartal 2009. Nogle af de faktorer, som på nuværende tidspunkt understøtter denne bedring, er dog ikke vedvarende. Styrelsesrådet forventer en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010 – vel vidende, at bedringen sandsynligvis bliver ujævn, og udsigterne fortsat er meget usikre. Resultatet af den monetære analyse bekræfter i betragtning af den fortsat aftagende vækst i pengemængden og kreditgivningen vurderingen af et lavt inflationært pres på mellemlangt sigt. Samlet set forventer Styrelsesrådet prisstabiliteten fastholdt på mellemlangt sigt, hvilket vil understøtte købekraften hos euroområdets husholdninger. Inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt er fortsat fast forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

På mødet den 3. december besluttede Styrelsesrådet også, så længe det er nødvendigt – og i hvert fald indtil udgangen af den tredje reservekravsperiode i 2010 den 13. april – fortsat at gennemføre de primære markedsoperationer som fastrenteauktioner med fuld tildeling. Denne auktionsprocedure vil fortsat blive anvendt ved markedsoperationer på særlige vilkår med en løbetid på én reservekravsperiode, som i hvert fald vil fortsætte de første tre reservekravsperioder i 2010. Styrelsesrådet besluttede endvidere, at renten ved den sidste langfristede markedsoperation med en løbetid på 12 måneder, som bliver tildelt den 16. december 2009, bliver den gennemsnitlige minimumsbudrente ved de primære markedsoperationer i operationens løbetid. Endelig besluttede Styrelsesrådet med hensyn til de langfristede markedsoperationer i 1. kvartal 2010, at den sidste langfristede markedsoperation med en løbetid på seks måneder gennemføres den 31. marts 2010. Operationen bliver gennemført som auktion til fast rente med fuld tildeling, hvilket – som det allerede er blevet annonceret for 1. kvartal 2010 – også gælder de regelmæssige langfristede markedsoperationer med en løbetid på tre måneder, som gennemføres hver måned.

De forbedrede forhold på de finansielle markeder har indikeret, at der ikke er i samme omfang som tidligere er behov for alle likviditetstiltag. Med disse beslutninger fortsætter eurosystemet med at yde likviditetsstøtte til banksektoren i euroområdet i en længere periode på meget gunstige vilkår samt med at fremme kreditgivningen til økonomien i euroområdet.

For så vidt angår den økonomiske analyse, blev den økonomiske aktivitet i euroområdet yderligere forbedret i 3. kvartal 2009, hvor væksten i realt BNP igen blev positiv efter fem kvartaler med nedgang. I henhold til Eurostats første skøn steg realt BNP med 0,4 pct. kvartal-til-kvartal. Foreliggende konjunkturbarometre tyder på, at bedringen er fortsat i 4. kvartal 2009. For tiden nyder euroområdet godt af udviklingen i lagerbeholdningerne, en stigning i eksporten, de omfattende makroøkonomiske stimuli samt de tiltag, der er gennemført for igen at få det finansielle system til at fungere. En række understøttende faktorer er imidlertid ikke vedvarende, og aktiviteten vil sandsynligvis i endnu nogen tid fremover blive påvirket af den løbende balancetilpasning i såvel den finansielle som den ikke-finansielle sektor både inden og uden for euroområdet. Der ventes derfor kun en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010, og bedringsprocessen bliver sandsynligvis ujævn.

Eurosystemets stab forventer i december 2009-fremskrivningerne en årlig vækst i realt BNP på mellem -4,1 pct. og -3,9 pct. i 2009, mellem +0,1 pct. og +1,5 pct. i 2010 og mellem +0,2 pct. og +2,2 pct. i 2011. Intervallet for 2010 er blevet opjusteret i forhold til de makroøkonomiske fremskrivninger, som ECBs stab offentliggjorde i september 2009. Prognoser udarbejdet af en række internationale organisationer er stort set på linje med eurosystemets stabs decemberfremskrivninger.

Styrelsesrådet ser fortsat de risici, som knytter sig til disse udsigter, som stort set afbalancerede. Det trækker i positiv retning, at den aktuelle omfattende makroøkonomiske stimulering og andre gennemførte politiktiltag kan få en større effekt end hidtil antaget. Tilliden kan også blive yderligere forbedret, og opsvinget i udenrigshandlen kan komme hurtigere end forventet. Den fortsatte bekymring for en kraftigere eller mere langvarig negativ feedback-effekt end forventet mellem realøkonomien og den finansielle sektor, nye prisstigninger på olie og andre råvarer, intensiveringen af protektionistiske pres og muligheden for ugunstige markedsbevægelser i forbindelse med korrektionen af globale ubalancer trækker dog i modsat retning.

Hvad angår prisudviklingen, er den årlige HICP-inflation i euroområdet som forventet igen blevet positiv, efter i fem måneder at have været negativ. I henhold til Eurostats foreløbige skøn steg den fra -0,1 pct. i oktober til +0,6 pct. i november. Stigningen afspejler hovedsagelig opadrettede basiseffekter som følge af faldet i de globale råvarepriser for et år siden. Inflationen ventes primært som følge af opadrettede basiseffekter i komponenterne energi og fødevarer at stige yderligere i den nærmeste fremtid. På længere sigt forventes inflationen at forblive moderat på det for pengepolitikken relevante sigt, hvor det ventes, at den samlede pris-, omkostnings- og lønudvikling – analogt med en langsom bedring i efterspørgslen både i og uden for euroområdet – forbliver afdæmpet. Det er i denne sammenhæng vigtigt endnu en gang at understrege, at inflationsforventningerne på mellemlangt til langt sigt fortsat er fast forankrede på et niveau, der er i overensstemmelse med Styrelsesrådets målsætning om at holde inflationen under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

I overensstemmelse med denne vurdering venter eurosystemets stab i december 2009-fremskrivningerne, at den årlige HICP-inflation bliver 0,3 pct. i 2009, mellem 0,9 pct. og 1,7 pct. i 2010 og mellem 0,8 pct. og 2,0 pct. i 2011. I forhold til de fremskrivninger, som ECBs stab offentliggjorde i september 2009, er inflationsfremskrivningerne for 2010 stort set uændrede. Foreliggende prognoser fra en række internationale organisationer giver stort set samme billede.

De risici, der knytter sig til disse udsigter, er fortsat stort set afbalancerede. De vedrører især udsigterne for den økonomiske aktivitet og udviklingen i råvarepriser. Som følge af behovet for budgetkonsolidering i de kommende år kan stigninger i indirekte skatter og administrativt fastsatte priser desuden blive kraftigere end ventet på nuværende tidspunkt.

For så vidt angår den monetære analyse, bekræfter data for oktober det vedvarende fald i den årlige M3-vækst og udlånet til den private sektor til henholdsvis 0,3 pct. og -0,8 pct. Disse parallelle fald støtter fortsat vurderingen af et moderat underliggende tempo i pengemængdevæksten og et lavt inflationært pres på mellemlangt sigt. Samtidig faldt den årlige M1-vækst fra 12,8 pct. i september til 11,8 pct. i oktober 2009, hvilket hovedsagelig skyldtes en basiseffekt.

Det aktuelle fald i den årlige vækst i pengemængdemålene påvirkes af en række særlige faktorer og angiver sandsynligvis en for stor opbremsning i den underliggende pengemængdevækst. For det første har basiseffekter i tilknytning til tilspidsningen af den finansielle uro i efteråret 2008 haft en negativ effekt på den årlige M3-vækst i de seneste

to måneder. For det andet, og det er mere grundlæggende, giver den stejle rentekurve et incitament til at skifte fra M3 til langfristede indskud og værdipapirer og derved dæmpe M3-væksten. Den aktuelle rentekonstellation fører også fortsat til omlægninger af midler inden for M3, idet det snævre spænd mellem renterne på forskellige kortfristede indskud reducerer alternativomkostningerne ved at holde de mest likvide aktiver i M1.

Den årlige vækstrate i banklån til den ikke-finansielle private sektor blev noget mere negativ i oktober. De seneste data for udlån til husholdningerne er endnu en bekræftelse af, at vækstraten er ved at stabilisere sig på et lavt niveau. Det er med hensyn til udlånet til ikke-finansielle selskaber værd at bemærke, at væksten i udlån til virksomheder typisk først begynder at stige med en vis forsinkelse i forhold til den økonomiske aktivitets konjunkturcyklus. I denne sammenhæng vil den stadig afdæmpede produktion og handel samt den fortsatte usikkerhed om udsigterne for erhvervslivet sandsynligvis dæmpe virksomhedernes efterspørgsel efter bankfinansiering, og især efter kortfristede lån, i de kommende måneder. Samtidig bliver de overordnede finansieringsforhold stadig bedre, hvilket bør understøtte låneefterspørgslen i den kommende tid. Bankernes udfordring for tiden er at styre deres samlede balances størrelse og sammensætning, samtidig med at det sikres, at den ikke-finansielle sektor har adgang til kredit. På grund af bankernes forbedrede likviditetsforhold og adgang til markedsfinansiering, bør de tage udfordringen op ved at træffe passende foranstaltninger til yderligere at styrke deres kapitalgrundlag og, hvor det er nødvendigt, udnytte regeringernes støtteforanstaltninger til rekapitalisering fuldt ud.

Sammenfattende er de aktuelle renter fortsat passende. Tages alle nye informationer og analyser siden Styrelsesrådets møde den 5. november 2009 i betragtning, ventes prisudviklingen at forblive afdæmpet på det for pengepolitikken relevante sigt. De seneste data bekræfter endvidere den ventede bedring i den økonomiske aktivitet i 2. halvår 2009, samtidig med at væksten i realt BNP i euroområdet igen blev positiv i 3. kvartal 2009. Nogle af de faktorer, som på nuværende tidspunkt understøtter denne bedring, er dog ikke vedvarende. Styrelsesrådet forventer en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010 – vel vidende, at bedringen sandsynligvis bliver ujævn, og udsigterne fortsat er meget usikre. Krydstjekket mellem resultatet af den økonomiske analyse og resultatet af den monetære analyse bekræfter i betragtning af den fortsat aftagende vækst i pengemængden og kreditgivningen vurderingen af et lavt inflationært pres på mellemlangt sigt. Samlet set forventer Styrelsesrådet prisstabiliteten fastholdt på mellemlangt sigt, hvilket vil understøtte købekraften hos euroområdet husholdninger.

Styrelsesrådet har med alle de foranstaltninger, som det har truffet som reaktion på tilspidsningen af den finansielle krise, understøttet både banksektorens adgang til likviditet og en bedring af euroområdet økonomi. Da transmissionen af pengepolitikken sker med en vis forsinkelse, forventes det, at de pengepolitiske tiltag fortsætter med at slå igennem i økonomien lidt efter lidt. Det er Styrelsesrådets hensigt at fortsætte det udvidede kreditprogram i forhold til banksektoren, alt imens det tager højde for den løbende forbedring af forholdene på de finansielle markeder og forhindrer forvridninger, som kan opstå i forbindelse med, at ekstraordinære tiltag fastholdes for længe. De ekstraordinære likviditetstiltag, som ikke længere er nødvendige i samme udstrækning som tidligere, vil gradvist og på et passende tidspunkt blive udfaset. For effektivt at imødegå alle trusler mod prisstabilitet på mellemlangt til langt sigt bliver den tilførte likviditet opsuget, når det er nødvendigt. Styrelsesrådet fortsætter på denne måde med at sikre en fast forankring af inflationsforventningerne på mellemlangt sigt. En sådan forankring er påkrævet for at kunne understøtte vedvarende vækst og beskæftigelse og bidrage til finansiell stabilitet. Følgelig vil udviklingen i den kommende tid blive overvåget meget nøje.

For så vidt angår finanspolitikken, understreger Styrelsesrådet endnu en gang, hvor vigtigt det er, at ambitiøse finanspolitiske konsolideringsstrategier rettidigt udvikles, kommunikeres videre og gennemføres af regeringerne. Strategierne skal være baseret på realistiske antagelser om produktionsvæksten, og der skal sættes fokus på strukturelle udgiftsreformer, ikke mindst med henblik på at lette den budgetmæssige byrde i tilknytning til befolkningens aldring. Som vedtaget på Ecofin-Rådets møde den 2. december 2009 er det nødvendigt, at regeringerne udstikker konkrete og målbare tilpasningstiltag, som fører til en holdbar korrektion af de finanspolitiske balanceproblemer. Adskillige lande bliver nødt til at begynde konsolideringen i 2010 og alle andre senest i 2011.

Hvad angår strukturreformer, tyder de fleste skøn på, at den finansielle krise har mindsket produktionskapaciteten i eurolandenes økonomier, og at denne udvikling vil fortsætte i nogen tid endnu. For at understøtte holdbar vækst og beskæftigelse bliver der behov for fleksibilitet på arbejdsmarkedet og mere effektive incitamentter til at arbejde. Der er også akut behov for en konkurrence- og innovationsfremmende politik til at fremskynde omstruktureringer og investeringer samt til at skabe nye forretningsmuligheder. En hensigtsmæssig omstrukturering af banksektoren bør også spille en vigtig rolle. Sunde balancer, en effektiv risikostyring og gennemsigtige og robuste forretningsmodeller er

afgørende for at styrke bankernes modstandsdygtighed over for stød. Herved lægges fundamentet for vedvarende økonomisk vækst og finansiel stabilitet.