

LEDER

På baggrund af dets regelmæssige økonomiske og monetære analyse besluttede Styrelsesrådet på mødet den 14. januar 2010 at fastholde ECBs officielle renter. ECBs aktuelle renter er fortsat passende. Tages alle nye informationer og analyser siden Styrelsesrådets møde den 3. december 2009 i betragtning, ventes prisudviklingen at forblive afdæmpet på det for pengepolitikken relevante sigt. De seneste data bekræfter endvidere, at den økonomiske aktivitet i euroområdet fortsatte med at stige mod slutningen af 2009. Nogle af de faktorer, som understøtter væksten i realt BNP, er dog ikke af vedvarende karakter. Styrelsesrådet forventer generelt en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010 – vel vidende, at bedringen sandsynligvis bliver ujævn, og at udsigterne fortsat er 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.

For så vidt angår den økonomiske analyse, bekræfter de seneste data efter en vækst i realt BNP på 0,4 pct. kvartal-til-kvartal i 3. kvartal 2009, at den økonomiske aktivitet i euroområdet fortsatte med at stige mod slutningen af 2009. Euroområdet har nydt godt af udviklingen i lagerbeholdningerne, en stigning i eksporten, omfattende makroøkonomiske stimuli samt de tiltag, der er gennemført for igen at få det finansielle system til at fungere. En række af de understøttende faktorer er imidlertid ikke af vedvarende karakter. Endvidere vil aktiviteten sandsynligvis i endnu nogen tid fremover blive bremset af den løbende balancetilpasning i såvel den finansielle som den ikke-finansielle sektor både inden og uden for euroområdet. Desuden vil den lave kapacitetsudnyttelse sandsynligvis begrænse investeringerne, og der ventes yderligere en vis stigning i arbejdsløsheden i euroområdet, hvilket vil medføre et fald i forbrugsvæksten. Der ventes derfor kun en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010, og bedringsprocessen kan blive ujævn.

Styrelsesrådet anser fortsat de risici, som knytter sig til disse udsigter, for at være stort set afbalancerede. Det trækker i positiv retning, at de aktuelle omfattende makroøkonomiske stimuli og andre gennemførte politiktiltag kan få en større effekt end hidtil antaget. Tilliden kan også blive yderligere forbedret, og opsvinget i både verdensøkonomien og

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 steget yderligere, fra 0,5 pct. i november til 0,9 pct. i december 2009. Stigningen afspejler hovedsagelig opadrettede basiseffekter, der primært skyldes faldet i de globale råvarepriser for et år siden. Inflationen forventes i den nærmeste fremtid at holde sig på omkring 1 pct. 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.

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, var de årlige vækstrater for både M3 og udlånet til den private sektor negative i november, henholdsvis -0,2 pct. og -0,7 pct. Det samtidige fald i disse to dataseries vækstrater over de seneste måneder til et historisk lavt niveau støtter vurderingen af et aftagende underliggende tempo i pengemængdevæksten og et lavt inflationært pres på mellemlangt sigt. Set i et fremadrettet perspektiv, vil M3- og kreditvæksten sandsynligvis forblive meget svag eller negativ i endnu nogen tid.

Faldet i den faktiske vækst i pengemængden giver formentlig et overvurderet indtryk af opbremsningen i den underliggende pengemængdevækst. Dette skyldes den fortsat stejle rentekurve, som forklarer omlægningerne af midler fra M3 til mere langfristede indskud og værdipapirer. Samtidig er rentekonstellationen fortsat årsag til divergerende udviklingstendenser i M3s hovedkomponenter, idet det snævre spænd mellem renterne på forskellige kortfristede bankindskud reducerer alternativomkostningerne ved omlægninger

fra fx kortfristede tidsindskud til dag-til-dag indskud. Derfor var den årlige vækst i M1 stadig robust – 12,6 pct. – i november, hvor den årlige M3-vækst blev negativ.

Den negative årlige vækst i banklån til den private sektor dækker over en tilbagevenden til positive vækstrater, for så vidt angår udlån til husholdningerne, mens den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber blev mere negativ. Sådanne forskelle er i overensstemmelse med typiske mønstre i konjunkturudviklingen, hvor væksten i udlån til virksomheder som regel vender senere end den økonomiske aktivitet. For husholdningernes vedkommende er de seneste data endnu en bekræftelse af, at vækstraten er ved at stabilisere sig på et lavt niveau. For de ikke-finansielle selskabers vedkommende er hovedårsagen til udlånsfaldet fortsat en høj nettoindfrielse af kortfristede lån, mens lån og udlån med længere løbetider er forblevet positive. Den afdæmpede udvikling i produktion og handel samt den vedvarende usikkerhed om udsigterne for erhvervslivet vil sandsynligvis fortsætte med at dæmpe virksomhedernes efterspørgsel efter bankfinansiering i de kommende måneder. Samtidig er der i løbet af de seneste måneder sket en forbedring af virksomhedernes finansieringsforhold, både hvad angår bankernes kreditgivning og markedsfinansiering. I denne sammenhæng kan de senere måneders fortsat negative strømme af kortfristede banklån til ikke-finansielle selskaber til dels skyldes bedre substitutionsmuligheder med forskellige former for langfristet finansiering.

Bankerne har fortsat med at reducere størrelsen af deres samlede balancer, hovedsagelig ved at nedbringe interbankmellemværender. Udfordringen er fortsat at tilpasse balancernes størrelse og sammensætning, samtidig med at det sikres, at den ikke-finansielle sektor har adgang til kredit. For at kunne tage denne udfordring op bør bankerne bruge de forbedrede finansieringsforhold til at styrke deres kapitalgrundlag og, hvor det er nødvendigt, udnytte regeringernes støtteforanstaltninger til rekapitalisering fuldt ud.

Sammenfattende er ECBs aktuelle renter fortsat passende. Tages alle nye informationer og analyser siden Styrelsesrådets møde den 3. december 2009 i betragtning, ventes prisudviklingen at forblive afdæmpet på det for pengepolitikken relevante sigt. De seneste data bekræfter endvidere, at den økonomiske aktivitet i euroområdet fortsatte med at stige mod slutningen af 2009. Nogle af de faktorer, som understøtter væksten i realt BNP, er dog ikke af vedvarende karakter. Styrelsesrådet forventer generelt en moderat økonomisk vækst i euroområdet i 2010 – vel vidende, at bedringen sandsynligvis bliver ujævn, og at udsigterne fortsat er usikre. Et krydstjek mellem resultatet af den økonomiske analyse og

resultatet af den monetære analyse bekræfter i betragtning af det vedvarende parallelle fald i væksten i pengemængden og kreditgivning 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. 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.

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, der kan opstå, hvis de ekstraordinære tiltag fastholdes for længe. Styrelsesrådet vil også fortsætte den gradvise udfasning af de ekstraordinære likviditetstiltag, som ikke længere er nødvendige i samme udstrækning som tidligere. For effektivt at imødegå alle trusler mod prisstabilitet på mellemlangt til langt sigt bliver den tilførte likviditet opsuget, når det er nødvendigt. Styrelsesrådet vil derfor fortsætte med at overvåge udviklingen meget nøje i den kommende tid.

For så vidt angår finanspolitikken, er mange regeringer i euroområdet konfronteret med store og kraftigt tiltagende finanspolitiske ubalancer. Staternes meget store finansieringsbehov risikerer at udløse hurtige stemningsskift på markedet, hvilket kan føre til mindre gunstige mellemlange og lange markedsrenter. Det kan igen dæmpe de private investeringer og derved svække grundlaget for vedvarende vækst. Ydermere kan store offentlige underskud og stor offentlig gæld give pengepolitikken en tungere byrde at bære og underminere troværdigheden af både bestemmelserne i traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde og stabilitets- og vækstpagten som bærende søjle i Den Økonomiske og Monetære Union. Styrelsesrådet opfordrer derfor regeringerne til at træffe beslutning om, og rettidigt gennemføre, ambitiøse finanspolitiske exit- og konsolideringsstrategier baseret på realistiske vækstantagelser og med stærk fokus på udgiftsreformer. Skattnedsættelser bør kun overvejes på mellemlangt sigt, når landene igen har opnået det nødvendige råderum på budgettet. Regeringernes aktuelle forpligtelse til senest at påbegynde konsolideringen i 2011 og klart at overstige benchmarket for strukturel tilpasning på 0,5 pct. af BNP p.a. repræsenterer i denne sammenhæng mindstekravet til alle eurolande. En vellykket tilpasning af budgettet vil også helt afhænge af passende nationale budgetregler og institutioner og kræver gennemsigtige budgetprocedurer. Den afhænger desuden af pålidelige og fuldstændige statistikker over de offentlige finanser.

Hvad angår strukturreformer, bør en hensigtsmæssig omstrukturering af banksektoren spille en vigtig rolle. Sunde balancer, en effektiv risikostyring og både gennemsigtige og robuste forretningsmodeller er afgørende for at styrke bankernes modstandsdygtighed over for stød. Herved lægges fundamentet for vedvarende økonomisk vækst og finansiel stabilitet.

Eurosystemet vil afgive svar i Europa-Kommissionens offentlige høring om EU 2020-strategien, som er tænkt som en afløser for den aktuelle Lissabon-strategi. For at imødegå fremtidens udfordringer bør EU 2020-strategien sætte fokus på at øge den potentielle vækst og skabe høj beskæftigelse gennem velfungerende arbejds- og varemarkeder, sunde finansielle systemer og holdbare finanspolitikker. Målet er som nærmere specificeret i traktaten at skabe en yderst konkurrencedygtig social markedsøkonomi.

Månedsoversigten indeholder i denne måned tre artikler. I den første beskrives den måde, hvorpå ECB har vurderet, signaleret og gennemført sin pengepolitik under den seneste finansielle krise. I den anden gennemgås de forbindelser, som ECB har skabt til andre relevante institutioner og organer i Den Europæiske Union siden euroens indførelse. Den tredje artikel indeholder en oversigt samt skøn over husholdningernes rettigheder i henhold til de offentlige pensionsordninger i euroområdet.