

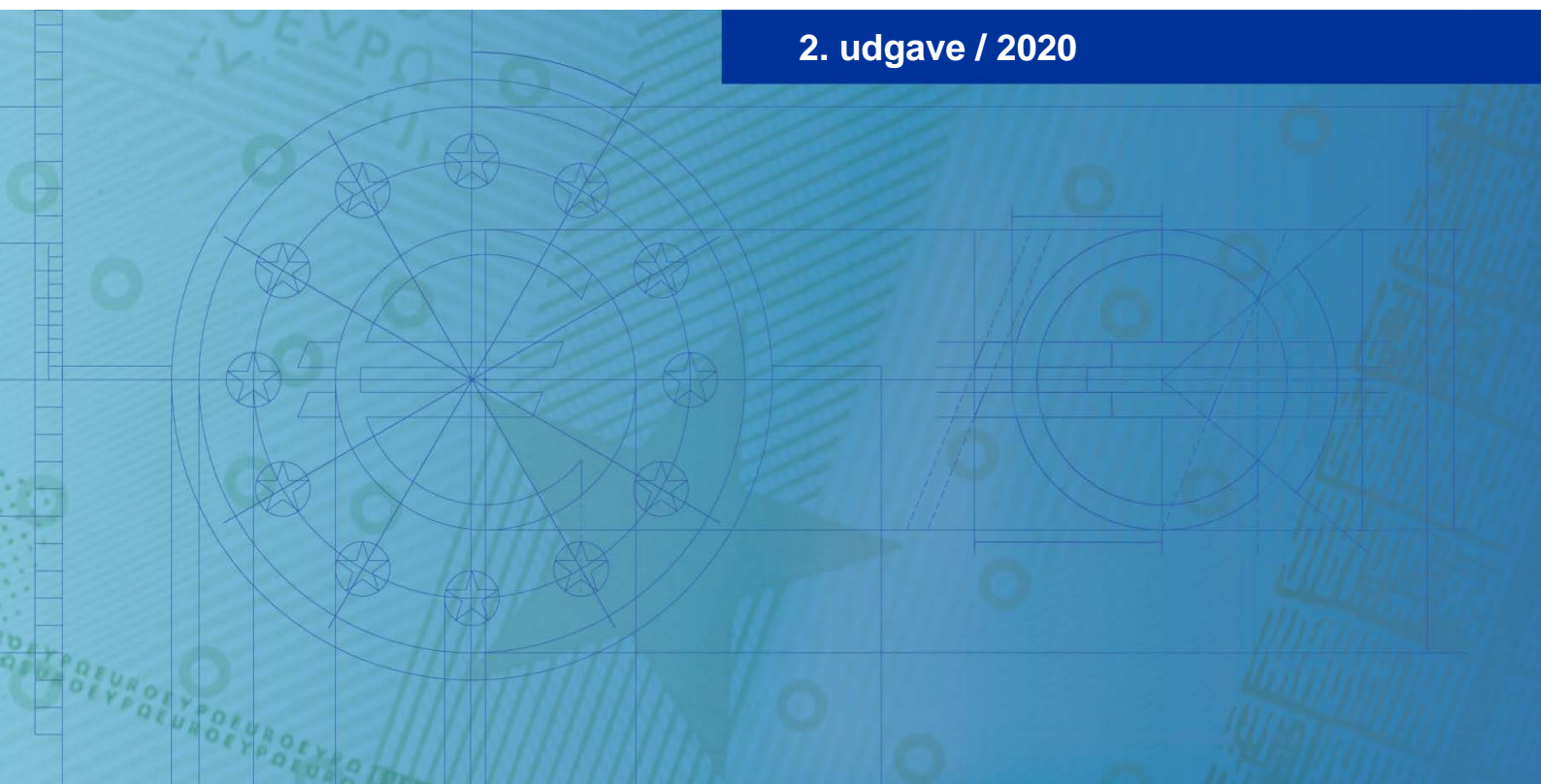


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

2. udgave / 2020



Den økonomiske og monetære udvikling

Oversigt

På mødet den 12. marts vedtog Styrelsesrådet en omfattende pakke af pengepolitiske foranstaltninger. Sammen med den betydelige pengepolitiske stimulus, der allerede er indført, vil disse foranstaltninger understøtte husholdningers, forretnings- og bankers likvidets- og finansieringsforhold og bidrage til at bevare den smidige långivning til realøkonomien. Siden Styrelsesrådets forrige møde sidst i januar har vækstudsigterne for de globale økonomier og euroområdet været ramt af et stort stød i form af spredningen af coronavirus (COVID-19), som har medført øget volatilitet på markedet. Selvom spredningen af coronavirus i sidste instans er af midlertidig karakter, får den en betydelig effekt på den økonomiske aktivitet. Især vil den medføre en nedgang i produktionen som følge af forstyrrelser i forsyningskæderne og svække den indenlandske og den udenlandske efterspørgsel, navnlig på grund af den negative effekt af de nødvendige inddæmningsforanstaltninger. Den øgede usikkerhed påvirker også udgiftsplaner og finansieringen af disse negativt. De risici, der knytter sig til vækstudsigterne for euroområdet, er klart nedadrettede. Ud over de tidligere identificerede risici i tilknytning til geopolitiske faktorer, stigende protektionisme og sårbarheder i vækstmarkedsøkonomierne udgør spredningen af coronavirus både en ny og væsentlig kilde til nedadrettet risiko i tilknytning til vækstudsigterne. Dette var baggrunden for, at ECB's styrelsesråd traf en række beslutninger med henblik på at fastholde pengepolitikken og understøtte transmissionen af pengepolitikken til realøkonomien.

Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 12. marts 2020

Den igangværende COVID-19-pandemi forværrer udsigterne for den globale økonomi, som det fremgår af ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2020. Udviklingen siden skæringsdatoen for fremskrivningerne tyder på, at den nedadrettede risiko for den globale aktivitet i tilknytning til COVID-19-udbruddet delvis er slået igennem, hvilket tyder på, at den globale aktivitet bliver svagere i år end forventet i fremskrivningerne. Udbruddet ramte verdensøkonomien på et tidspunkt, hvor der var begyndende tegn på en stabilisering af aktiviteten og handlen, og indgåelsen af den såkaldte fase 1-handelsaftale mellem USA og Kina, der blev ledsaget af toldnedsættelser, havde mindsket usikkerheden. På længere sigt forventes den ventede globale genopretning kun at blive beskeden. Den vil afhænge af genopretningen i en række vækstmarkedsøkonomier, som stadig er sårbare, mens den ventede konjunkturedgang i de avancerede økonomier og den strukturelle overgang til en langsommere udvikling i væksten i Kina vil påvirke

udsigterne på mellemlangt sigt negativt. De risici, der findes i tilknytning til den globale aktivitet, har ændret sig, men de er samlet set stadig nedadrettede. På nuværende tidspunkt findes den mest akutte nedadrettede risiko i tilknytning til den potentielt bredere og mere længerevarende effekt af covid-19-udbruddet, der fortsat er under udvikling. Det globale inflationspres er fortsat begrænset.

Den globale risikoopfattelse blev markant forværret, og volatiliteten på markedet steg kraftigt, i takt med at coronavirussen spredte sig rundt i verden mod slutningen af den betragtede periode (12. december 2019 til 11. marts 2020). De lange risikofrie renter i euroområdet faldt markant til et niveau betydeligt under niveauet ved periodens begyndelse. Eonia-rentens (euro overnight index average) forwardrentekurve dykkede kraftigt. Det, at den var inverteret for de korte og de mellemlange løbetider, var et tegn på, at markedet havde indberegnet yderligere pengepolitiske lempelser. I tråd med den bratte stigning i den globale risikoaversion faldt aktiekurserne i euroområdet kraftigt, mens rentespændene for stats- og erhvervsobligationer øgedes. På de volatile valutamarkeder steg euroen betydeligt over for 38 af eurorådets vigtigste handelspartnere.

Væksten i realt BNP i euroområdet forblev afdæmpet på 0,1 pct. kvartal-til-kvartal i 4. kvartal 2019 efter en vækst på 0,3 pct. i det foregående kvartal. Årsagen hertil var den vedvarende svækkelse af fremstillingssektoren og en aftagende vækst i investeringerne. De seneste økonomiske tal og undersøgelsesdata peger i retning af en vækstudvikling i euroområdet på et lavt niveau, der endnu ikke fuldt ud afspejler udviklingen i relation til coronavirussen, der begyndte at sprede sig over hele Europa mod slutningen af februar, og som påvirker den økonomiske aktivitet negativt. På den anden side af de forstyrrelser, som spredningen af coronavirus fører med sig, forventes væksten i euroområdet igen at stige på mellemlangt sigt understøttet af gunstige finansieringsforhold, finanspolitikken i euroområdet og den forventede stigning i den globale aktivitet.

I henhold til ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra marts 2020 forventes den årlige vækst i realt BNP at stige med 0,8 pct. i 2020, 1,3 pct. i 2021 og 1,4 pct. i 2022. I forhold til Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra december 2019 er udsigterne for væksten i realt BNP, hovedsagelig som følge af coronaudbruddet, blevet nedjusteret med 0,3 procentpoint i 2020 og med 0,1 procentpoint i 2021. Den seneste hurtige spredning af virussen i euroområdet er dog kun delvis afspejlet. De risici, der knytter sig til vækstudsigterne for euroområdet, er derfor klart nedadrettede. Spredningen af coronavirus tilføjer en ny og væsentlig kilde til nedadrettet risiko til vækstudsigterne ud over de risici, der findes i tilknytning til geopolitiske faktorer, stigende protektionisme og sårbarheder i vækstmarkedsøkonomierne.

Ifølge Eurostats foreløbige skøn faldt den årlige HICP-inflation i euroområdet fra 1,4 pct. i januar til 1,2 pct. i februar 2020. På grundlag af det bratte fald i de nuværende oliepriser og futurespriserne på olie vil den samlede inflation sandsynligvis falde betydeligt i de kommende måneder. Denne vurdering er kun delvis afspejlet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra marts 2020. Her ventes en årlig HICP-inflation på 1,1 pct. i 2020, 1,4 pct. i 2021 og 1,6 pct. i 2022, hvilket er stort set uændret i forhold til Eurosystemets stabs

fremskrivninger fra december 2019. På mellemlangt sigt bliver inflationen understøttet af ECB's pengepolitiske foranstaltninger. Det er meget usikkert, hvilke konsekvenser coronavirusen får for inflationen, idet det nedadrettede pres i forbindelse med en svagere efterspørgsel kan blive udlignet af et opadrettet pres som følge af udbudsforstyrrelser. Den senere tids bratte fald i oliepriserne udgør en betydelig nedadrettet risiko for inflationsudsigterne på kort sigt.

Siden sidst på sommeren 2019 er væksten i pengemængden aftaget fra et gunstigt niveau. Kreditgivningen til den private sektor udvikler sig stadig forskelligt inden for de forskellige kategorier af udlån. Mens kreditgivningen til husholdninger er forblevet robust, er kreditgivningen til virksomheder aftaget. Bankernes gunstige finansierings- og udlånsvilkår understøtter fortsat kreditgivningen og dermed den økonomiske vækst. Den samlede eksterne nettofinansiering af virksomhederne i euroområdet har stabiliseret sig, understøttet af gunstige omkostninger ved gældsstiftelse. Den seneste stigning i stemningen mod risikotagning vil sandsynligvis medføre, at vilkårene for ikke-finansielle selskabers finansiering fra andre långivere end banker vil blive forværret.

Euroområdet offentlige budgetsaldo ventes at forværres i 2020 og 2021 og at stabilisere sig i 2022. Forværringen kan i det store og hele tilskrives lavere primære overskud. I fremskrivningerne afspejles denne udvikling også i en ekspansiv finanspolitik i både 2020 og 2021, hvorefter finanspolitikken bliver stort set neutral i 2022. Trods den relativt ekspansive finanspolitik forventes det i fremskrivningerne, at den offentlige gæld i forhold til BNP i euroområdet fortsat vil falde gradvis som følge af et gunstigt spænd mellem rente og vækst og en balance, der i en vis udstrækning er positiv set over hele perioden. Efter færdiggørelsen af fremskrivningerne peger udviklingen i forbindelse med spredningen af coronavirus (covid-19) i retning af en klar forværring af udsigterne for finanspolitikken. Ud over de finanspolitikker, der allerede er bebudet, bør Eurogruppens vilje til at gøre en fælles og koordineret politisk indsats kraftigt understøttes på baggrund af spredningen af virussen.

Den pengepolitiske pakke

Den 12. marts 2020 vedtog Styrelsesrådet en omfattende pakke af pengepolitiske foranstaltninger. Den pengepolitiske reaktion indeholdt tre hovedelementer. For det første sikres likviditetsforholdene i banksystemet gennem en række langfristede markedsoperationer (LTRO'er) til en favorabel pris. For det andet beskyttes den fortsatte strøm af kreditgivning til realøkonomien gennem en grundlæggende omkalibrering af de langfristede markedsoperationer (TLTRO'er) og for det tredje forebygges en konjunkturmedløbende stramning af finansieringsforholdene i økonomien ved hjælp af en udvidelse af opkøbsprogrammet APP.¹

¹ Nærmere oplysninger findes i Lane, P.R., "The Monetary Policy Package: An Analytical Framework", *The ECB Blog*, ECB, 13. marts 2020.

1. I perioder med øget usikkerhed er det helt afgørende, at der tilføres rigelig likviditet til det finansielle system for at forhindre, at der opstår likviditetsklammer og pres på prisen på likviditet. Dette gælder også i perioder, hvor coronavirussen kan udgøre operationelle risikoudfordringer for deltagerne i det finansielle system. Styrelsesrådet besluttede derfor, midlertidigt, at udføre yderligere langfristede markedsoperationer (LTRO'er) for at yde omgående likviditetsstøtte til det finansielle system i euroområdet. Selvom Styrelsesrådet ikke ser væsentlige tegn på spændinger på pengemarkederne eller knaphed på likviditet i banksystemet, vil disse operationer udgøre en effektiv sikkerhedsmekanisme, hvis der bliver behov for det. Operationerne vil blive gennemført i form af auktioner til fast rente med fuld tildeling. Prisen på dem vil blive meget fordelagtig, med en rente svarende til den gennemsnitlige rente på indlånsfaciliteten. Disse nye LTRO'er vil tilføre likviditet på gunstige vilkår i en periode indtil TLTRO III-operationen i juni 2020.
2. Husholdningernes og virksomhedernes indtægter og udgiftsplaner vil blive ramt af spredningen af coronavirus, og det er derfor meget vigtigt at støtte bankernes långivning til dem, der er hårdest ramt af de økonomiske konsekvenser, herunder især små og mellemstore virksomheder. Derfor besluttede Styrelsesrådet, at der vil gælde betydeligt mere favorable vilkår i perioden juni 2020 til juni 2021 for alle udestående TLTRO III-operationer i denne periode. I hele denne periode vil renten ved disse TLTRO III-operationer være 25 basispoint lavere end den gennemsnitlige rente ved Eurosystemets primære markedsoperationer. For modparter, der fastholder deres kreditgivning, vil renten ved disse operationer være lavere, og kan i perioden, der afsluttes i juni 2021, blive indtil 25 basispoint lavere end den gennemsnitlige rente på indlånsfaciliteten. Desuden sættes det maksimale samlede beløb, som modparter herefter har ret til at låne i TLTRO III-operationer op til 50 pct. af deres beholdninger af godkendte lån pr. 28. februar 2019. Dette forøger det samlede mulige omfang af lån under dette program med mere end 1 billion euro til næsten 3 billioner euro i alt. Samlet set vil de nye TLTRO-betingelser bidrage til i betydelig grad at lempe de finansieringsforhold, der bestemmer bankernes kreditformidling til virksomheder og husholdninger. I denne sammenhæng har Styrelsesrådet givet Eurosystemets komitéer mandat til at undersøge foranstaltninger til at lempe kriterierne for sikkerhedsstillelse for at sikre, at modparterne fortsat er i stand til at udnytte den finansielle støtte fuldt ud.
3. Det er meget vigtigt at sikre en tilstrækkelig lempelig pengepolitik, navnlig i en situation med stor usikkerhed og høj finansiell volatilitet. Dette var baggrunden for, at Styrelsesrådet også besluttede at tilføje en midlertidig ramme for yderligere nettoopkøb på 120 mia. euro indtil årets udgang, idet der sikres et stort bidrag fra opkøbsprogrammerne inden for den private sektor. Det forventes stadig, at nettoopkøbene 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. Sammen med det eksisterende opkøbsprogram (APP) vil denne midlertidige ramme understøtte de gunstige finansieringsforhold mere bredt og dermed også lempe de rentevilkår, der betyder mest for realøkonomien. Ydermere vil det højere

opkøbstempo sikre, at Eurosystemet viser en mere robust tilstedeværelse på markedet i denne tid med øget volatilitet, og det betyder også, at der i fuld udstrækning skal gøres brug af den fleksibilitet, som APP indeholder, til at reagere på markedsforholdene. Dette vil måske indebære midlertidige udsving i fordelingen af opkøbsstrømme både på tværs af aktivklasser og lande som reaktion på "flight-to-safety"-stød og likviditetsstød. Sådanne udsving fra "steady-state"-fordelingen på tværs af lande er inden for rammerne af programmet, såfremt Eurosystemets samlede beholdninger på langt sigt fortsat er forankret i fordelingsnøglen for kapitalindsud.

4. Styrelsesrådet besluttede desuden at fastholde ECB's officielle renter. De forventes at forblive det nuværende eller et lavere niveau, indtil inflationsudsigterne helt klart bevæger sig 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.
5. Endelig er det også hensigten 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.

I lyset af den aktuelle udvikling vil Styrelsesrådet fortsat nøje overvåge konsekvenserne af spredningen af coronavirus for økonomien, inflationen på mellemlangt sigt og transmissionen af pengepolitikken. Styrelsesrådet er rede til at justere alle sine instrumenter, alt efter omstændighederne, for at sikre en vedvarende udvikling i inflationen i retning af inflationsmålet og i overensstemmelse med forpligtelsen til symmetri.

Samtidig er der nu i lyset af de svækkede udsigter behov for en ambitiøs og koordineret finanspolitik og for at sikre mod, at de nedadrettede risici i højere grad slår igennem. Styrelsesrådet hilser de foranstaltninger velkommen, som flere regeringer allerede har truffet til at sikre tilstrækkelige ressourcer i sundhedssektoren og yde støtte til ramte virksomheder og ansatte. Der er især behov for foranstaltninger, som fx lånegarantier, til at supplere og forstærke Styrelsesrådets pengepolitiske foranstaltninger.

Tillæg til Styrelsesrådets beslutninger 18. marts

Coronaviruspandemien, hvis lige der kun findes få eksempler på i nyere historie, udgør en nødsituation for den samlede folkesundhed. Den medfører også et ekstremt økonomisk stød, som kræver ambitiøs, koordineret og hurtig politisk handling på alle fronter. Den 18. marts vedtog Styrelsesrådet et nyt opkøbsprogram i forbindelse med den pandemiske nødsituation (PEPP) med henblik på at imødegå den situation, som euroområdet er konfronteret med, og som er uden fortilfælde. Programmet er midlertidigt, og vil give ECB mulighed for at sikre transmissionen af

pengepolitikken og i sidste instans ECB's evne til at skabe prisstabilitet i euroområdet. Udviklingen på de finansielle markeder havde især ført til en stramning af finansieringsforholdene, navnlig i den lange ende af løbetidsspekteret. Den risikofrie rentekurve havde bevæget sig opad og kurverne for statsobligationsrenterne – der er afgørende for prisfastsættelsen af aktiver – var steget overalt og var blevet mere spredt. For at opfylde sit mandat traf Styrelsesrådet følgende beslutninger:

Der iværksættes et nyt midlertidigt opkøbsprogram, som omfatter værdipapirer udstedt i den offentlige og den private sektor, for at imødegå de alvorlige risici i tilknytning til den pengepolitiske transmissionsmekanisme og udsigterne for euroområdet, som udbruddet og den stadig hurtigere spredning af covid-19 udgør.

Den overordnede ramme for det nye opkøbsprogram i forbindelse med den pandemiske nødsituation (PEPP) bliver på 750 mia. euro. Opkøbene bliver foretaget indtil udgangen af 2020 og vil omfatte alle godkendte aktivkategorier under det eksisterende opkøbsprogram (APP).

For så vidt angår opkøb af værdipapirer udstedt af den offentlige sektor vil benchmarkfordelingen mellem de forskellige lande fortsat være kapitalfordelingsnøglen for de nationale centralbanker. Samtidig foretages opkøbene under PEPP fleksibelt. Dette muliggør udsving i fordelingen af opkøbsstrømme over tid, på tværs af aktivklasser og mellem lande.

Værdipapirer udstedt af den græske regering gives dispensation fra kvalifikationskravene i forbindelse med PEPP.

Det er Styrelsesrådets hensigt at ophøre med nettoopkøbene under PEPP, når det vurderes, at coronavirussens krisefase er ovre, men i hvert fald ikke før udgangen af året.

For at udvide viften af godkendte aktiver under programmet til opkøb af aktiver udstedt af den private sektor (CSPP) til at omfatte ikke-finansielle commercial papers, godkendes alle commercial papers af en tiltrækkelig kreditkvalitet til opkøb under CSPP.

Standarderne for sikkerhedsstillelse lempes ved at justere de vigtigste risikoparametre inden for rammerne for sikkerhedsstillelse. Vi vil bl.a. udvide rækkevidden af de yderligere gældsfordringer (Additional Credit Claims (ACC)) til at omfatte fordringer i relation til finansieringen af virksomhedssektoren. Det vil sikre, at modparterne fortsat kan udnytte Eurosystemets markedsoperationer fuldt ud.

ECB's styrelsesråd vil gøre sit yderste for at støtte borgerne i euroområdet i denne ekstremt udfordrende tid. Derfor vil ECB sikre, at alle sektorer i økonomien kan få gavn af understøttende finansieringsforhold, som gør det muligt for dem at absorbere dette stød. Dette gælder både familier, banker og regeringer.

Styrelsesrådet vil gøre alt, hvad der kræves, inden for sit mandat. Styrelsesrådet er parat til at øge størrelsen af opkøbsprogrammerne og justere deres sammensætning i det omfang, der kræves, og så længe, der er behov for det. Styrelsesrådet vil

undersøge alle muligheder og alle mulige scenarier for at understøtte økonomien igennem dette stød.

I det omfang grænser, som Styrelsesrådet selv har formuleret, kan være en hindring for tiltag, som ECB bliver nødt til at tage for at opfylde sit mandat, vil Styrelsesrådet overveje at ændre dem, hvis det bliver nødvendigt, for at tiltagene kan stå i forhold til de risici, vi er konfronteret med. ECB vil ikke tolerere en eventuel risiko for, at transmissionen af pengepolitikken ikke sker gnidningsløst i alle lande i euroområdet.

© Den Europæiske Centralbank, 2020

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-20-002-DA-N (pdf)