

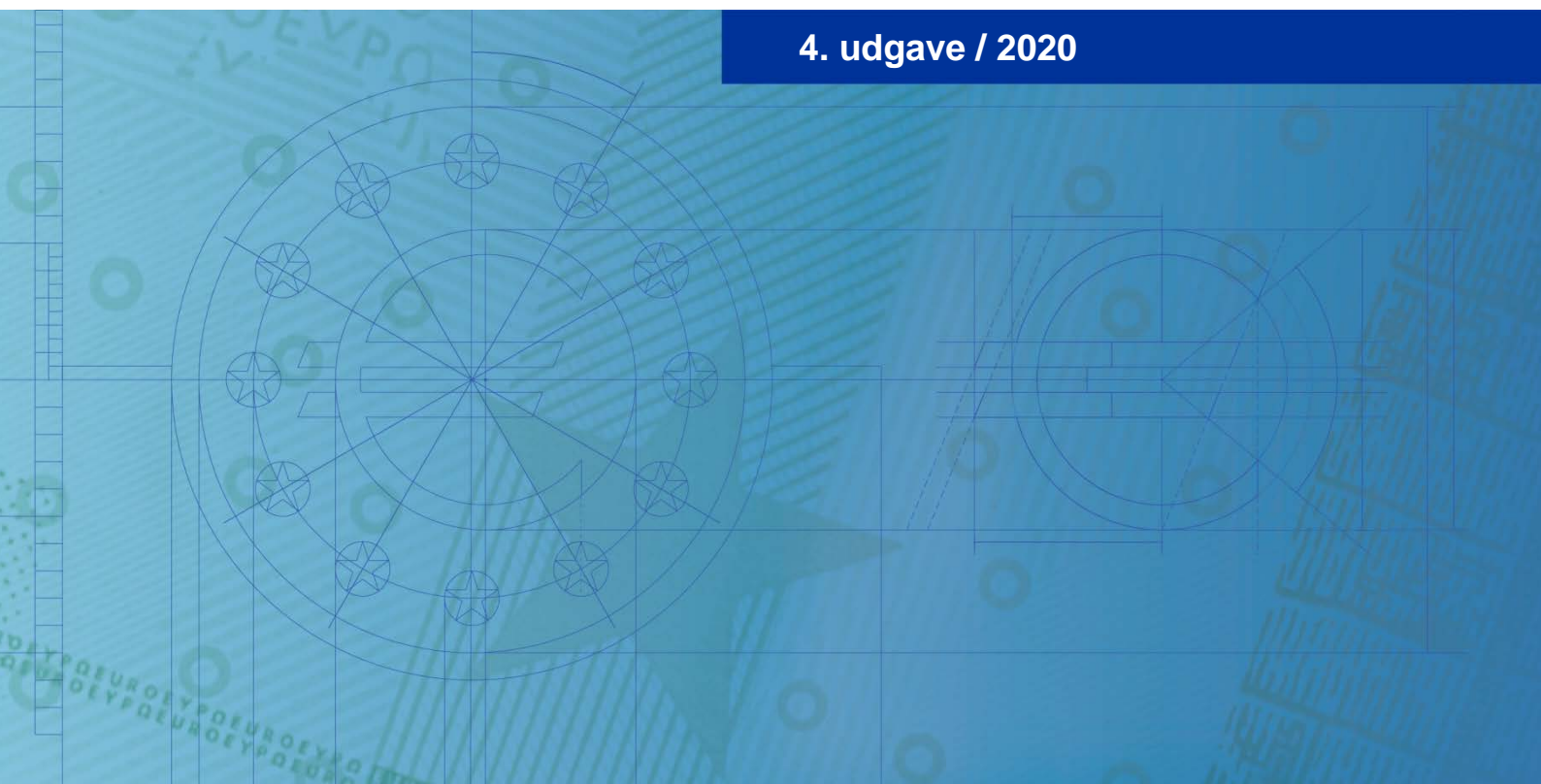


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

4. udgave / 2020



Den økonomiske og monetære udvikling

Oversigt

Styrelsesrådet besluttede på det pengepolitiske møde 4. juni at udvide rammen og forlænge tidshorizonten for opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP) og at geninvestere afdragene på hovedstolen, efterhånden som de forfalder, samtidig med at opkøbsprogrammet (APP) og geninvesteringerne under dette program fortsætter. Styrelsesrådet besluttede desuden at fastholde ECB's officielle renter. De seneste data bekræfter, at euroområdet økonomi befinder sig i en nedgang, der er uden fortilfælde. Den økonomiske aktivitet er faldet brat som følge af coronaviruspandemien (COVID-19) og de foranstaltninger, der er indført for at inddæmme den. Et voldsomt tab af arbejdspladser og indkomst og en usædvanlig høj usikkerhed om de økonomiske udsigter har ført til et betydeligt fald i forbruget og investeringerne. Selvom undersøgelsesdata og reeltidsindikatorer for den økonomiske aktivitet har vist tegn på, at et vendepunkt er nået, samtidig med at inddæmningsforanstaltningerne gradvis bliver lempet, har forbedringen indtil videre været beskeden i forhold til den hastighed, hvormed indikatorerne dykkede de to foregående måneder. Ifølge Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra juni 2020 falder væksten i et hidtil uset tempo i 2. kvartal 2020 for derefter at stige igen i 2. halvår 2020 takket være den helt afgørende, betydelige støtte fra finans- og pengepolitikken. Fremskrivningerne indebærer dog en markant nedjustering af både den økonomiske aktivitet og inflationsudsigterne i hele fremskrivningsperioden, selvom basisscenariet er forbundet med en usædvanlig høj usikkerhed. Mens den samlede inflation holdes nede af lavere energipriser, forventes prispresset at forblive afdæmpet som følge af det kraftige fald i reelt BNP og den betydelige stigning i den uudnyttede kapacitet i økonomien, der er forbundet hermed. I overensstemmelse hermed besluttede Styrelsesrådet at indføre en række pengepolitiske foranstaltninger for at støtte økonomien under den gradvise genåbning og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt.

Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 4. juni 2020

Covid-19-epidemien har forårsaget en kraftig forringelse af de globale udsigter, som er indarbejdet i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2020. Covid-19-pandemien har lammet den globale økonomi, og de foranstaltninger, der er truffet af regeringer i hele verden for at dæmme op for spredningen af virussen, har været en af de vigtigste årsager til det seneste kraftige fald i den økonomiske aktivitet. Selvom flere lande for nylig er begyndt at lempe inddæmningsforanstaltningerne, vil denne proces sandsynligvis foregå meget

gradvis. Især i vækstmarkederne påvirkes den økonomiske aktivitet også negativt af et kraftigt fald råvarepriserne, strammere finansielle forhold og betydelige kapitaludstrømninger. Nye data bekræfter, at de økonomiske konsekvenser af inddæmningsforanstaltningerne bliver kraftige og omfattende. I lyset af disse alvorlige globale forstyrrelser forventes det i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2020, at væksten i realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) vil falde med 4,0 pct. i år. Nedgangen vil ske hurtigere, og omfanget vil blive større end under den store recession. Efter et kraftigt fald i de to første kvartaler af 2020 ventes den globale aktivitet igen at begynde at stige i 3. kvartal og at stige med henholdsvis 6,0 pct. og 3,9 pct. i 2021 og 2022. Verdenshandelen bliver hårdere ramt, efterhånden som logistiske forstyrrelser og lukkede grænser forstærker effekten af følgevirkningerne. På trods af den kraftige forringelse af de globale udsigter, som er indarbejdet i junifremskrivningerne, er de risici, som er knyttet til disse udsigter, stadig nedadrettede. Først og fremmest kan effekten af pandemien vise sig at blive kraftigere og mere langvarig, end det forventes på nuværende tidspunkt.

Selvom der er sket en vis lempelse af de finansielle forhold i euroområdet siden Styrelsesrådets møde i marts 2020, er de endnu ikke tilbage på niveauet før den globale spredning af covid-19. I den betragtede periode (12. marts 2020 til 3. juni 2020) blev Eonia-rentens (euro overnigt index average) forwardrentekurve forskudt opad. Den er stadig invers for de korte løbetider, omend i mindre grad end den 12. marts, hvilket er et tegn på, at markedsdeltagernes forventninger om yderligere nedsættelser af de pengepolitiske renter er blevet mindre og har fortonet sig længere ud i fremtiden. På trods af den pengepolitiske lempelse, som PEPP og andre pengepolitiske foranstaltninger medfører, steg de lange statsobligationsrenter i den betragtede periode. Kurserne på risikoaktiver indhentede delvis det tabte i februar og marts. Dette skete hovedsagelig på baggrund af en forbedring i den globale risikoopfattelse og opfattelsen af, at halerisici fra en umiddelbart forestående global krise i nogen grad er ved at aftage. På valutamarkederne forblev euroen, handelsvægtet, stort set stabil. Volatiliteten i de bilaterale valutakurser afspejlede dog usikkerhed i tilknytning til covid-19-pandemien.

Realt BNP i euroområdet faldt med 3,8 pct. kvartal-til-kvartal i 1. kvartal 2020, og nye data peger i retning af yderligere et betydeligt fald i realt BNP i 2. kvartal. De seneste økonomiske indikatorer og konjunkturbarometre bekræfter en kraftig nedgang i euroområdets økonomi og en hurtig forværring i arbejdsmarkedsforholdene. Coronaviruspandemien og de nødvendige inddæmningsforanstaltninger har påvirket både fremstillingssektoren og servicesektoren i alvorlig grad og sat sine spor på produktivitetsskapiteten i euroområdets økonomi og på den indenlandske efterspørgsel. De fleste af de seneste indikatorer tyder på, at nedgangen til en vis grad har nærmet sig et vendepunkt i maj, i takt med at dele af økonomien gradvis genåbner. Derfor ventes aktiviteten i euroområdet igen at stige i 3. kvartal, i takt med at inddæmningsforanstaltningerne lempes yderligere, understøttet af gunstige finansieringsforhold, en ekspansiv finanspolitik og fornyet vækst i den globale aktivitet, selvom der fortsat er stor usikkerhed om opsvingets hastighed og omfang.

Overordnet set afspejles denne vurdering også i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra juni 2020. I

basisscenariet for fremskrivningerne forventes det årlige reale BNP at falde med 8,7 pct. i 2020 og igen at stige med 5,2 pct. i 2021 og 3,3 pct. i 2022. Sammenlignet med ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2020 er udsigten for væksten i realt BNP blevet væsentlig nedjusteret med 9,5 procentpoint i 2020 og opjusteret med 3,9 procentpoint i 2021 og 1,9 procentpoint i 2022. På grund af den helt usædvanlige usikkerhed, der for tiden knytter sig til udsigterne, indeholder fremskrivningerne også to alternative scenarier.¹ Overordnet set vil omfanget af nedgangen og genopretningen helt afhænge af inddæmningsforanstaltningernes varighed og effektivitet, i hvor høj grad politikkerne til at mindske den negative effekt på indkomster og beskæftigelse lykkes, og i hvor høj grad udbudskapaciteten og den indenlandske efterspørgsel bliver varigt påvirket. Samlet set er det Styrelsesrådets opfattelse, at risikobalancen i tilknytning til basisfremskrivningen er nedadrettet.

Ifølge Eurostats foreløbige skøn faldt den årlige HICP-inflation i euroområdet fra 0,3 pct. i april til 0,1 pct. i maj. Faldet afspejlede hovedsagelig en lavere energiprisinflation. Baseret på de nuværende oliepriser og futurespriserne på olie vil den samlede inflation sandsynligvis falde yderligere noget i de kommende måneder og forblive afdæmpet indtil udgangen af året. På mellemlangt sigt vil en svagere efterspørgsel lægge et nedadrettet pres på inflationen, som kun delvis vil blive udlignet af opadrettede pres i forbindelse med udbudsbegrænsninger.

Markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på længere sigt er stadig meget lave. Selvom konjunkturbarometrenes indikatorer for inflationsforventningerne er faldet på kort og mellemlangt sigt, har forventningerne på længere sigt været mindre påvirkede.

Denne vurdering er også på linje med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra juni 2020. Her ventes en årlig HICP-inflation i basisscenariet på 0,3 pct. i 2020, 0,8 pct. i 2021 og 1,3 pct. i 2022.

Sammenlignet med ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2020 er udsigterne for HICP-inflationen blevet nedjusteret med 0,8 procentpoint i 2020, 0,6 procentpoint i 2021 og med 0,3 procentpoint i 2022. Den årlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer forventes at blive på 0,8 pct. i 2020, 0,7 pct. i 2021 og 0,9 pct. i 2022.

Covid-19-pandemien medførte en kraftig stigning i udviklingen i pengemængden, som er drevet af virksomhedernes akutte behov for likviditet til at finansiere løbende betalinger og de økonomiske aktørers udprægede præference for pengebeholdninger af forsigtighedshensyn. Væksten i den brede pengemængde (M3) steg fra 7,5 pct. i marts til 8,3 pct. i april 2020. Den kraftige pengemængdevækst afspejler bankernes kreditgivning, der i stort omfang er drevet af det akutte behov for likviditet i økonomien. Den store økonomiske usikkerhed udløser endvidere et skift i retning af pengebeholdninger af forsigtighedshensyn. Det største bidrag til væksten i den brede pengemængde

¹ Se [Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet udarbejdet af Eurosystemets stab, juni 2020](#), som blev offentliggjort 4. juni 2020 på ECB's websted.

kommer fortsat fra det snævre pengemængdemål (M1), der omfatter de mest likvide former for penge. Udviklingen i udlån til den private sektor er også blevet påvirket af coronavirussens effekt på den økonomiske aktivitet. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber steg yderligere fra 5,5 pct. i marts til 6,6 pct. i april 2020, hvilket afspejler virksomhedernes behov for at finansiere deres løbende udgifter og driftskapital i sammenhæng med de hurtigt faldende indtægter. Samtidig faldt den årlige vækst i udlån til husholdninger fra 3,4 pct. i marts til 3,0 pct. i april som følge af begrænsninger af forbruget på grund af inddæmningsforanstaltningerne, faldende tillid og forværringen på arbejdsmarkedet. Styrelsesrådets pengepolitiske foranstaltninger, især de meget gunstige vilkår for de målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO III), bør tilskynde bankerne til at yde lån til alle enheder i den private sektor. Sammen med de foranstaltninger, som er vedtaget af nationale regeringer og EU-institutioner, understøtter Styrelsesrådets foranstaltninger den løbende adgang til finansiering, herunder til dem, der er hårdest ramt af konsekvenserne af coronaviruspandemien.

Covid-19-pandemien har en betydelig effekt på finanspolitikken i euroområdet.

Inddæmningsforanstaltningerne har også udløst hidtil usete finanspolitiske vækstpakker, som skal afbøde de økonomiske konsekvenser og forberede en hurtig genopretning. Derfor ventes det offentlige underskud i euroområdet at stige betydeligt i 2020, fra 0,6 pct. i 2019 til 8,5 pct. af BNP i 2020. Selvom underskuddet forventes at falde til 4,9 pct. i 2021, forventes det stadig at være på 3,8 pct. af BNP i 2022. Samlet set vurderes finanspolitikken i euroområdet at blive meget ekspansiv i 2020, men kontraktiv i 2021, idet det forventes, at de fleste støtteforanstaltninger er blevet udfaset inden da. På trods af den negative finanspolitik i 2021 forbliver den samlede budgetsaldo med at være betydeligt negativ med finanspolitiske instrumenter, der fortsat støtter den økonomiske genopretning, ikke mindst gennem de automatiske stabilisatorer. En ambitiøs og koordineret finanspolitik er fortsat altafgørende i lyset af den bratte nedgang i euroområdets økonomi, omend foranstaltningerne bør være målrettede og midlertidige. I denne sammenhæng hilses både pakken på 540 mia. euro bestående af tre sikkerhedsnet, som Det Europæiske Råd har godkendt, og Europa-Kommissionens forslag om en genopretningsplan, som skal understøtte de regioner og sektorer, der er hårdest ramt af pandemien, meget velkommen.

Den pengepolitiske pakke

En kombination af to hovedfaktorer nødvendiggjorde yderligere pengepolitisk handling. For det første udgør den pandemirelaterede nedjustering af inflationsudsigterne en trussel mod Styrelsesrådets mandat til at fastholde prisstabilitet på mellemlangt sigt. For det andet – og selvom der er sket en betydelig stabilisering af forholdene på de finansielle markeder siden annonceringen af PEPP – er de finansielle forhold i euroområdet som helhed fortsat betydeligt strammere i dag end i perioden op til pandemien, mens udsigterne for den økonomiske aktivitet og inflationen kræver mere smidige finansielle forhold.

Dette var baggrunden for, at Styrelsesrådet den 4. juni 2020 traf beslutning om en række pengepolitiske foranstaltninger til at understøtte den nuværende meget lempelige pengepolitik, som – i overensstemmelse med Styrelsesrådets mandat – er nødvendig for at sikre en robust konvergens i inflationen i retning af et niveau, der ligger under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt.

1. Styrelsesrådet besluttede at udvide rammen for PEPP med 600 mia. euro til i alt 1.350 mia. euro. Som reaktion på den pandemirelaterede nedjustering af inflationen i fremskrivningsperioden vil udvidelsen af PEPP yderligere lempe pengepolitikken generelt, idet den vil understøtte finansieringsforholdene i realøkonomien, især for virksomheder og husholdninger. Opkøbene vil fortsat blive gennemført på en fleksibel måde over tid, på tværs af aktivklasser og mellem jurisdiktioner. Dette gør det muligt for Styrelsesrådet effektivt at afværge risici i tilknytning til den gnidningsløse transmission af pengepolitikken.
2. Styrelsesrådet besluttede at forlænge tidshorizonten for nettoopkøb under PEPP i hvert fald indtil udgangen af juni 2021. Dette bringer stort set tidshorizonten for opkøb i overensstemmelse med tidshorisonterne for de øvrige pengepolitiske foranstaltninger, som er truffet som reaktion på pandemien, fx TLTRO III og de langfristede markedsoperationer på foranledning af den pandemiske nødsituation, PELTRO. ECB vil i alle tilfælde foretage nettoopkøb under PEPP, indtil Styrelsesrådet vurderer, at den kritiske fase af coronakrisen er ovre.
3. Styrelsesrådet besluttede at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PEPP i hvert fald indtil udgangen af 2022. Under alle omstændigheder vil den fremtidige udfasning af PEPP-porteføljen blive styret, så den ikke indvirker på den passende pengepolitiske linje. Geninvesteringerne vil hjælpe med til at undgå risikoen for en unødvendig stramning af de finansielle forhold, mens økonomien stadig er ved at komme sig efter det stød, som pandemien indebærer. Det er samtidig hensigtsmæssigt, at geninvesteringsstrategien i forbindelse med PEPP afspejler programmets midlertidige karakter og forbindelse til den pandemiske nødsituation.
4. Nettoopkøbene under APP vil desuden fortsætte på et månedligt niveau på 20 mia. euro sammen med opkøbene under den midlertidige ramme på yderligere 120 mia. euro indtil årets udgang. 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.
5. Det er Styrelsesrådets hensigt at fortsætte med fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under 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.
6. Endelig besluttede Styrelsesrådet at fastholde ECB's officielle renter. Disse forventes at forblive på 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.

Sammen med den betydelige pengepolitiske stimulus, som allerede er indført, vil Styrelsesrådets beslutninger understøtte likviditets- og finansieringsforholdene i økonomien, bidrage til at opretholde strømmen af kreditgivning til husholdninger og virksomheder og bidrage til at bevare gunstige finansieringsforhold inden for alle sektorer og jurisdiktioner med henblik på at understøtte den økonomiske genopretning efter konsekvenserne af coronaviruspandemien. Samtidig er det i den nuværende hurtige udvikling i de økonomiske forhold fortsat Styrelsesrådets klare intention – inden for sit mandat – at gøre alt det, der er nødvendigt for at støtte alle borgere i euroområdet, så de kan komme igennem denne ekstremt udfordrende tid. Dette gælder først og fremmest Styrelsesrådets rolle med hensyn til at sikre transmissionen af pengepolitikken til alle dele af økonomien og til alle jurisdiktioner i bestræbelserne på at opfylde ECB's mandat til at fastholde prisstabilitet. Styrelsesrådet er derfor fortsat 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, 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-20-096-DA-N (pdf)