

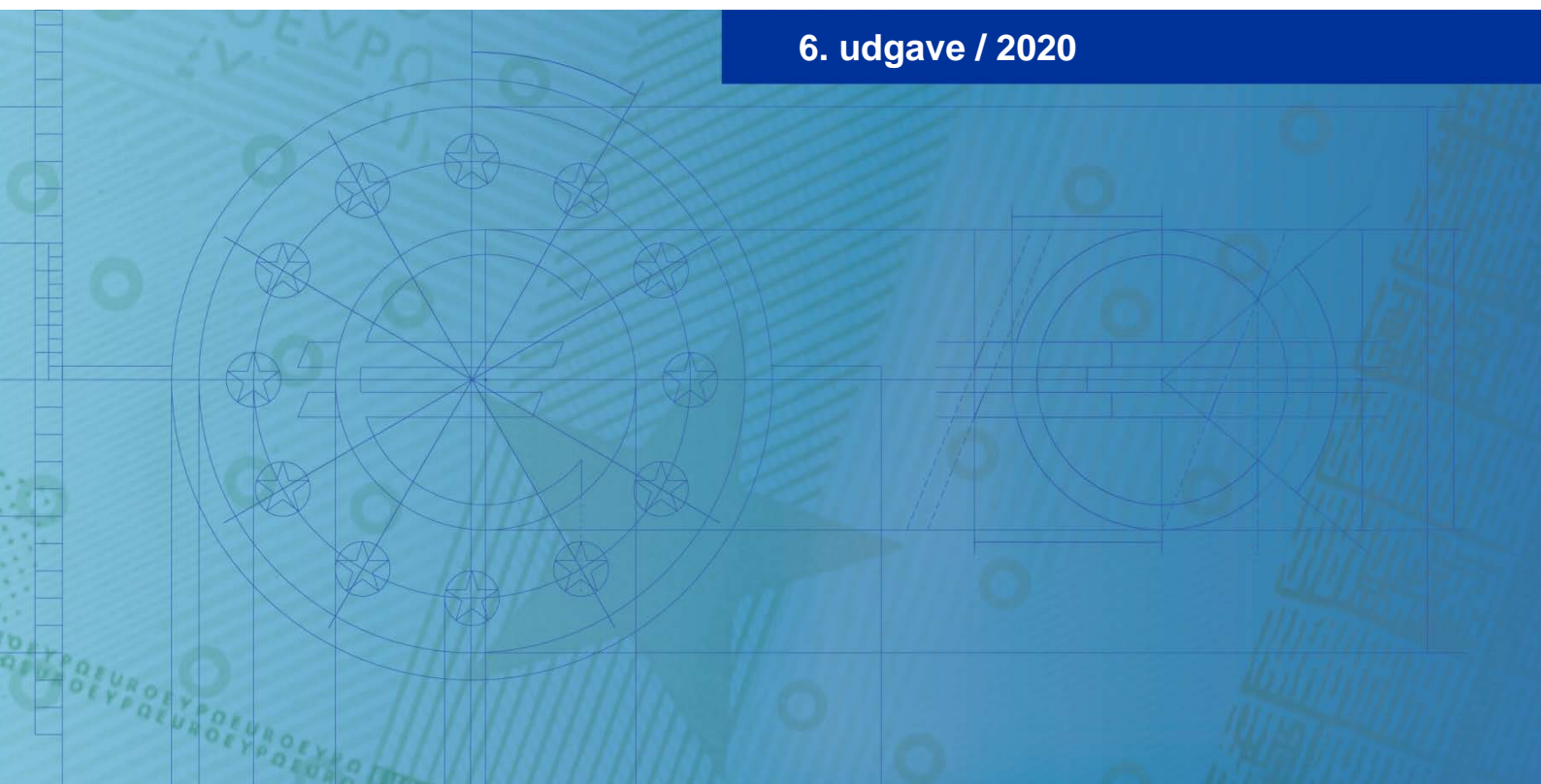


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

6. udgave / 2020



Den økonomiske og monetære udvikling

Oversigt

Styrelsesrådet besluttede på det pengepolitiske møde 10. september 2020 at fastholde den lempelige pengepolitik. Nye informationer tyder på et kraftigt – men ikke afsluttet – opsving i aktiviteten, hvilket stort set stemmer overens med tidligere forventninger. Aktiviteten er dog stadig et godt stykke under niveauet før coronaviruspandemien (covid-19). Mens aktiviteten i fremstillingssektoren stadig er i fremgang, er udviklingen i servicesektoren aftaget noget på det seneste. Der er fortsat betydelig usikkerhed om styrken af genopretningen, idet den stadig er helt afhængig af den fremtidige udvikling af pandemien og af, i hvor høj grad inddæmningstiltagene lykkes. Den indenlandske efterspørgsel i euroområdet er steget betydeligt fra et lavt niveau, selvom den store usikkerhed med hensyn til de økonomiske udsigter fortsat påvirker forbruget og erhvervsinvesteringerne negativt. Den samlede inflation dæmpes af lave energipriser og et svagt prispres i sammenhæng med en afdæmpet efterspørgsel og en betydelig ledig kapacitet på arbejdsmarkedet. På denne baggrund er en meget lempelig pengepolitik fortsat nødvendig for at understøtte den økonomiske genopretning og sikre pristabilitet på mellemlangt sigt. På mødet 10. september 2020 besluttede Styrelsesrådet derfor at bekræfte sin lempelige pengepolitik.

Den økonomiske og monetære vurdering på tidspunktet for Styrelsesrådets møde 10. september 2020

Coronaviruspandemien er stadig den største kilde til usikkerhed for den globale økonomi. Efter at der havde været en midlertidig stabilisering omkring midten af maj, som førte til en gradvis ophævelse af inddæmningsforanstaltninger, begyndte antallet af nye daglige smittetilfælde for nylig at stige igen, hvilket har forstærket frygten for en kraftig genopblussen af coronavirussmitten. Denne frygt har påvirket forbrugertilliden i negativ retning. Nye data bekræfter, at den globale økonomiske aktivitet nåede et vendepunkt i 2. kvartal og begyndte at stige igen i tråd med den gradvise ophævelse af inddæmningsforanstaltningerne fra midten af maj. Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2020 vil realt BNP på verdensplan (ekskl. euroområdet) falde 3,7 pct. i år og stige 6,2 pct. og 3,8 pct. i henholdsvis 2021 og 2022. Faldet i verdenshandelen vil være mere alvorligt på grund af dets kraftige procykliske karakter, især i økonomiske nedgangsperioder, og på grund af coronaviruskrisens helt særlige karakter, som har medført forstyrrelser i de globale produktionskæder og øget handelsomkostningerne som følge af inddæmningsforanstaltningerne. Risiciene for de globale udsigter er stadig nedadrettede på baggrund af den vedvarende usikkerhed om pandemiens udvikling, som kan give den globale økonomi varige mén. Andre nedadrettede risici vedrører

resultatet af brexitforhandlingerne, risikoen for øget handelsprotektionisme og mere langsigtede negative virkninger for de globale forsyningskæder.

Selvom der er sket en yderligere lempelse af de finansielle forhold i euroområdet siden Styrelsesrådets møde i juni 2020, er de endnu ikke tilbage på niveauet før coronaviruspandemien. I den betragtede periode (fra 4. juni til 9. september 2020) blev Eonia-rentens (euro overnight index average) forwardrentekurve forskudt en smule nedad, og selvom den er svagt invers i den korte ende, indikerer den ikke nogen faste forventninger om en umiddelbart forestående rentenedsættelse. De lange statsobligationsspænd i euroområdet indsnævredes i den betragtede periode som følge af en kombination af pengepolitisk og finanspolitisk støtte. Der var en vis stigning i kurserne på risikoaktiver, hovedsagelig på baggrund af generelt mere positive indtjeningsudsigter på kort sigt. På valutamarkederne apprecierede euroen forholdsvis kraftigt, handelsvægtet og over for den amerikanske dollar.

Realt BNP i euroområdet faldt 11,8 pct. kvartal-til-kvartal i 2. kvartal 2020. De seneste data og konjunkturbarometre tyder på en fortsat genopretning af euroområdets økonomi og peger i retning af et opsving i BNP i 3. kvartal, dog fortsat under niveauet før krisen. Sideløbende med et betydeligt opsving i industriproduktionen og produktionen af tjenesteydelser er der tydelige tegn på en genopretning af forbruget. Sammenlignet med fremstillingssektoren er udviklingen i servicesektoren aftaget på det seneste, hvilket også fremgår af undersøgelsesresultaterne for august. Stigningerne i antallet af smittede med coronavirus i løbet af sommermånederne påvirker udsigterne negativt på kort sigt. En yderligere varig genopretning vil fortsat være helt afhængig af, hvordan pandemien udvikler sig, og hvor vellykkede inddæmningsforanstaltningerne er. Mens usikkerheden om pandemiens udvikling sandsynligvis vil dæmpe styrken af genopretningen på arbejdsmarkedet og af forbruget og investeringerne, bør økonomien i euroområdet blive understøttet af gunstige finansieringsforhold, en ekspansiv finanspolitik og en styrket global aktivitet og efterspørgsel.

Denne vurdering er overordnet set afspejlet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra september 2020. Her ventes en årlig vækst i realt BNP på -8,0 pct. i 2020, 5,0 pct. i 2021 og 3,2 pct. i 2022. Sammenlignet med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2020 er udsigten for væksten i realt BNP blevet opjusteret i 2020, men er stort set uændret i 2021 og 2022. På grund af den helt usædvanlige usikkerhed, der for tiden knytter sig til udsigterne, indeholder fremskrivningerne to alternative scenarier, et mildt og et hårdt scenario, der svarer til forskellige antagelser med hensyn til pandemiens udvikling.¹ Samlet set vurderes risikobalancen i tilknytning til vækstudsigterne for euroområdet stadig at være nedadrettet. Denne vurdering afspejler stort set den usikkerhed, der stadig hersker om de økonomiske og finansielle konsekvenser af pandemien.

¹ Se [Makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet udarbejdet af ECB's stab, september 2020](#), som blev offentliggjort 10. september 2020 på ECB's websted.

Ifølge Eurostats foreløbige skøn faldt den årlige HICP-inflation i euroområdet

fra 0,4 pct. i juli til -0,2 pct. i august. Baseret på de nuværende oliepriser og futurespriserne på olie – og idet den midlertidige momsnedsettelse i Tyskland tages i betragtning – vil den samlede inflation sandsynligvis forblive negativ i de kommende måneder for derefter igen at blive positiv i begyndelsen af 2021. Prispresset vil desuden på kort sigt, trods et vist opadrettet prispres i forbindelse med udbudsbegrænsninger, forblive afdæmpet som følge af en svag efterspørgsel, et lavere lønpres og apprecieringen af eurokursen. På mellemlangt sigt lægger en genopretning af efterspørgslen, der understøttes af lempelige penge- og finanspolitikker, et opadrettet pres på inflationen. Markedsbaserede indikatorer for inflationsforventningerne på langt sigt befinder sig igen på niveauet før pandemien – men er fortsat meget afdæmpede – mens de undersøgelsesbaserede mål fortsat befinder sig på et lavt niveau.

Denne vurdering er stort set afspejlet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra september 2020. Her ventes en årlig inflation på 0,3 pct. i 2020, 1,0 pct. i 2021 og 1,3 pct. i 2022.

Sammenlignet med Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2020 er inflationsudsigterne uændrede i 2020, blevet opjusteret i 2021 og uændrede i 2022. Den uændrede fremskrivning af inflationen i 2022 dækker over en opjustering af inflationen ekskl. energi og fødevarer, der delvis afspejler den positive effekt af de penge- og finanspolitiske foranstaltninger, som blev stort set opvejet af den ændrede udvikling i energipriserne. Den årlige HICP-inflation ekskl. energi og fødevarer forventes at blive på 0,8 pct. i 2020, 0,9 pct. i 2021 og 1,1 pct. i 2022.

Coronaviruspandemien har fortsat påvirket udviklingen i pengemængden i euroområdet i betydelig grad.

Væksten i den brede pengemængde (M3) fortsatte stigningen til 10,2 pct. i juli 2020 (mod 9,2 pct. i juni). Den kraftige pengemængdevækst afspejler den indenlandske kreditgivning, Eurosystemets igangværende opkøb af aktiver og forsigtighedshensyn, der skaber en øget præference for likviditet i den pengeholdende sektor. Det største bidrag til væksten i den brede pengemængde kommer fortsat fra det snævre pengemængdemål (M1), der omfatter de mest likvide former for penge. Udviklingen i udlånet til den private sektor blev også fortsat påvirket af coronavirussens effekt på den økonomiske aktivitet. Den årlige vækst i udlån til ikke-finansielle selskaber var stort set stabil i juli, på 7,0 pct., mod 7,1 pct. i juni. Den høje vækst afspejler virksomhedernes øgede likviditetsbehov til finansiering af deres løbende udgifter og driftskapital og til yderligere opbygning af likviditetsbuffer, selvom opsvinget i den økonomiske aktivitet har medført en vis stigning i deres indtægter. Den årlige vækst i udlån til husholdninger forblev også stabil på 3,0 pct. i juli. Sammen med de foranstaltninger, der er vedtaget af nationale regeringer og EU-institutioner, vil Styrelsesrådets pengepolitiske foranstaltninger fortsat understøtte adgangen til finansiering, herunder for dem, der er hårdest ramt af konsekvenserne af pandemien.

Coronaviruspandemien har fortsat en ekstraordinær stor indvirkning på de offentlige finanser i euroområdet.

De finanspolitiske omkostninger ved inddæmningsforanstaltningerne har været meget betydelige i alle eurolande, selvom både byrden og kapaciteten til at reagere varierer landene imellem. Som følge af det

økonomiske tilbageslag og den betydelige finanspolitiske støtte, ventes underskuddet på den offentlige saldo i euroområdet at stige betydeligt, fra 0,6 pct. af BNP i 2019 til 8,8 pct. af BNP i 2020. Underskuddet forventes at falde til 4,9 pct. og 3,6 pct. af BNP i henholdsvis 2021 og 2022. De omfattende finanspolitiske foranstaltninger i 2020 har, ud over en negativ cyklisk komponent på grund af de forværrede makroøkonomiske forhold, ført til en tilsvarende forværring af den konjunkturkorrigerede primære saldo. Den efterfølgende bedring forventes at blive drevet af udfasningen af nødforanstaltningerne og en bedre konjunktursituation. En ambitiøs og koordineret finanspolitik er fortsat altafgørende i lyset af den bratte nedgang i euroområdets økonomi. Foranstaltningerne bør dog 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 Next Generation EU-pakke på 750 mia. euro, som har potentialet til at yde en væsentlig støtte til de regioner og sektorer, der er hårdest ramt af pandemien, meget velkommen.

Den pengepolitiske pakke

Sammenfattende bekræftede et krydstjek mellem resultatet af den økonomiske analyse og signaler fra den monetære analyse, at der er behov for en meget lempelig pengepolitik for at sikre en solid konvergens i inflationen i retning af et niveau, der ligger under, men tæt på 2 pct. på mellemlangt sigt. Dette var baggrunden for, at Styrelsesrådet den 10. september 2020 bekræftede de lempelige pengepolitiske foranstaltninger, der er i kraft.

1. Styrelsesrådet besluttede at fastholde ECB's officielle renter. De forventes at forblive på det nuværende eller et lavere niveau, indtil Styrelsesrådet har konstateret 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.
2. Styrelsesrådet besluttede at fortsætte opkøbene under opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP), der har en samlet ramme på 1.350 mia. euro. Disse opkøb bidrager til at lempe pengepolitikken generelt og hjælper derved med til at udligne pandemiens nedadrettede effekt på den ventede inflationsudvikling. 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. Der vil blive foretaget nettoopkøb under PEPP i hvert fald indtil udgangen af juni 2021, og i alle tilfælde indtil Styrelsesrådet vurderer, at den kritiske fase af coronakrisen er ovre. Afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PEPP, vil desuden blive geninvesteret, efterhånden som de forfalder, 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.

3. Nettoopkøbene under opkøbsprogrammet (APP) vil 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. Hertil kommer, at 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.
4. Styrelsesrådet vil også fortsat stille rigelig likviditet til rådighed ved hjælp af markedsoperationerne. Især ved den seneste operation i den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO-III) var tildelingen meget høj, hvilket understøtter bankernes långivning til virksomheder og husholdninger.

De pengepolitiske foranstaltninger, som Styrelsesrådet har truffet siden begyndelsen af marts, har været helt afgørende med hensyn til at understøtte genopretningen af økonomien i euroområdet og sikre prisstabilitet på mellemlangt sigt. De understøtter bl.a. likviditets- og finansieringsforholdene i økonomien, hjælper med til at understøtte strømmen af kreditgivning til husholdninger og virksomheder og bidrager til at bibeholde gunstige finansieringsforhold inden for alle sektorer og jurisdiktioner. Samtidig vil Styrelsesrådet i den nuværende situation præget af høj usikkerhed nøje overvåge alle nye data, herunder valutakursudviklingen, med hensyn til dens mulige konsekvenser for inflationsudsigterne på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet er 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-20-006-DA-N (pdf)