



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

2. udgave / 2022



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

1 Oversigt

Den russiske invasion af Ukraine vil have en væsentlig indvirkning på den økonomiske aktivitet og inflationen på grund af højere energi- og råvarepriser, afbrydelser af den internationale samhandel og en svækket tillid. Hvor omfattende disse effekter bliver, vil afhænge af, hvordan konflikten udvikler sig, af virkningen af de nuværende sanktioner og af eventuelle yderligere foranstaltninger.

Virkningen af krigen skal vurderes på baggrund af robuste underliggende forhold for euroområdet økonomi, der fremmes af en omfattende politisk støtte. Genopretningen af økonomien understøttes, i takt med at virkningen af omikronvarianten af coronavirus (covid-19) aftager. Der har været tegn på, at forsyningsflaskehalsene er begyndt at aftage, og fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat. I basissceneriet i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2022, der indeholder en indledende vurdering af konsekvenserne af krigen i Ukraine, er BNP-væksten blevet nedjusteret på kort sigt på grund af konflikten.

Inflationen har fortsat overrasket med stigninger, der kan tilskrives uventet høje energiomkostninger. Prisstigningerne er også blevet mere bredt funderede. Basissceneriet for inflationen er blevet betydelig opjusteret i stabens nye fremskrivninger. Ifølge en række mål er inflationsforventningerne på længere sigt igen forankrede på ECB's inflationsmål. Styrelsesrådet finder det stadig mere sandsynligt, at inflationen vil stabilisere sig på dets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt.

I alternative scenarier for den økonomiske og finansielle virkning af krigen kan den økonomiske aktivitet blive væsentlig dæmpet af en kraftigere stigning i energi- og råvarepriserne og en mere alvorlig påvirkning af handlen og tilliden. Inflationen kan blive betydelig højere på kort sigt. I alle scenarierne forventes inflationen imidlertid stadig at falde gradvis og at ligge omkring inflationsmålet på 2 pct. i 2024.

På grundlag af sin opdaterede vurdering af inflationsudsigterne – og under hensyntagen til de usikre forhold – har Styrelsesrådet revideret planen for opkøbsprogrammet (APP) i de kommende måneder. De månedlige nettoopkøb inden for APP vil udgøre 40 mia. euro i april, 30 mia. euro i maj og 20 mia. euro i juni. Kalibreringen af nettoopkøbene i 3. kvartal vil afhænge af dataene og afspejle udviklingen i Styrelsesrådets vurdering af udsigterne. Hvis nye data underbygger forventningen om, at inflationsudsigterne på mellemlangt sigt ikke vil svækkes, selv efter at dets nettoopkøb er ophørt, vil Styrelsesrådet afslutte nettoopkøbene inden for APP i 3. kvartal. Hvis inflationsudsigterne på mellemlangt sigt ændrer sig, og hvis finansieringsforholdene ikke længere er i overensstemmelse med yderligere fremskridt hen imod 2 pct.-målet, er Styrelsesrådet rede til at revidere sin plan for nettoopkøbene med hensyn til omfang og/eller varighed. Eventuelle ændringer af ECB's officielle renter vil finde sted, et stykke tid efter at Styrelsesrådets nettoopkøb

inden for APP er ophørt, og vil være gradvise. Udviklingen i ECB's officielle renter vil stadig være baseret på Styrelsesrådets forward guidance og dets strategiske forpligtelse til at stabilisere inflationen på 2 pct. på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet forventer derfor, at ECB's officielle renter forbliver på deres nuværende niveau, indtil det konstateres, at inflationen når 2 pct. et godt stykke tid inden slutningen på dets fremskrivningsperiode, og at de – varigt – forbliver på dette niveau i resten af fremskrivningsperioden, og Styrelsesrådet vurderer, at der, for så vidt angår den underliggende inflation, er opnået tilstrækkelige fremskridt til at være i overensstemmelse med en inflation, der stabiliserer sig på 2 pct. på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet bekræftede desuden sine øvrige pengepolitiske foranstaltninger.

1.1 Den økonomiske aktivitet

På trods af de begrænsende faktorer i forbindelse med coronapandemiens genopblussen og forsyningsflaskehalse var den globale økonomiske vækst robust i 2021. Konjunkturbarometre indikerer, at væksten i aktiviteten er fortsat i 1. kvartal 2022. Krigen mellem Rusland og Ukraine medfører dog stor usikkerhed om de ellers robuste globale udsigter. De seneste undersøgelsesdata vedrørende den økonomiske aktivitet tyder på, at væksten tog til fra januar til februar, i takt med at pandemien og pres på udbudssiden aftog. På baggrund af de økonomiske konsekvenser af krigen og den gradvise afvikling af den politiske stimulus er fremskrivningerne af den globale vækst imidlertid blevet nedjusteret i forhold til decemberfremskrivningerne, især i 2022 og 2023. Globalt realt BNP (ekskl. euroområdet) skønnes at være steget med 6,3 pct. i 2021. Stigningen i væksten ventes at aftage til 4,1 pct. i 2022 og 3,6 pct. i både 2023 og 2024. Væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet ventes at aftage fra 9,9 pct. i 2021 til 4 pct. i 2022, 3,2 pct. i 2023 og 3,6 pct. i 2024. Den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er mere berørt af konflikten end den globale import. Det skyldes, at en forholdsvis stor andel af handlen i euroområdet stammer fra Rusland og central- og østeuropæiske lande, som er særlig udsatte for konsekvenserne af konflikten. Sammenlignet med de foregående fremskrivninger er væksten i den udenlandske efterspørgsel i euroområdet uændret i 2022 (idet virkningen af invasionen fuldt ud opvejer det positive overhæng fra 2021) og er blevet nedjusteret i 2023 og 2024. Forsyningsflaskehalsene forventes at begynde at aftage i løbet af 2022 og at være fuldt afviklede i 2023. Eksportpriserne hos euroområdets konkurrenter er blevet opjusteret i 2022 og 2023 på grund af overlapning af højere råvarepriser, forsyningsflaskehalse og en efterspørgsel, der er under genopretning. Samtidig med at pandemien videre udvikling stadig er en vigtig risikofaktor, der påvirker basisfremskrivningerne for den globale økonomi, bliver usikkerheden væsentlig forstærket på grund af krigen mellem Rusland og Ukraine. Der kan være betydelige nedadrettede halerisici fra en yderligere eskalering, som kan afspore den globale genopretning og samtidig forstærke inflationspresset.

Krigen mellem Rusland og Ukraine vil have en væsentlig indvirkning på den økonomiske aktivitet i euroområdet på grund af højere energi- og råvarepriser, afbrydelser af den internationale samhandel og en svækket tillid. De underliggende forhold er dog solide og understøttes af en omfattende politisk støtte. Økonomien

voksede med 5,3 pct. i 2021, og BNP lå ved årets udgang på samme niveau som før pandemien. Væksten aftog imidlertid til 0,3 pct. i 4. kvartal 2021 og forventes fortsat at være svag i 1. kvartal 2022. Udsigterne for økonomien vil afhænge af, hvordan krigen mellem Rusland og Ukraine udvikler sig, og af effekten af de økonomiske og finansielle sanktioner og andre foranstaltninger. Samtidig er andre faktorer, som bremser væksten, nu ved at aftage. I basisscenariet i stabens fremskrivninger vil der fortsat være en robust vækst i euroområdet økonomi i 2022, men væksten vil være langsommere, end det var forventet før krigens start. Foranstaltninger til at inddæmme spredningen af omikronvarianten har haft en svagere indvirkning end de foranstaltninger, der blev anvendt under tidligere bølger, og er nu ved at blive ophævet. Der er også visse tegn på, at de forsyningsforstyrrelser, som pandemien har forårsaget, er ved at aftage, og fremgangen på arbejdsmarkedet er fortsat. Den effekt, som det kraftige energiprisstød har for privatpersoner og virksomheder, vil muligvis blive delvis afbødet ved at trække på den opsparing, der er akkumuleret under pandemien, og ved finanspolitiske kompensations tiltag.

Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2022 er den offentlige budgetsaldo i euroområdet stadig i bedring efter de meget høje budgetunderskud, som var forårsaget af coronakrisen. Der er dog væsentlige risici i tilknytning til dette basisscenarie, som i stigende grad peger i retning af, at budgetunderskuddene vil vokse, primært i forbindelse med krigen i Ukraine. Ifølge basisscenariet skønnes gældskvoten at være faldet til 5,5 pct. af BNP i 2021 fra et toppunkt på 7,2 pct. i 2020. Den ventes at falde yderligere til 3,1 pct. i 2022 og til 2 pct. ved udgangen af fremskrivningsperioden. Efter en meget ekspansiv finanspolitik i euroområdet i 2020 fulgte en moderat stramning i 2021 efter justering for tilskud fra Next Generation EU (NGEU). I 2022 ventes en yderligere stramning af finanspolitikken, hvilket hovedsagelig skyldes en tilbagerulning af en stor del af coronakrisestøtten. Stramningen ventes kun at være af marginal karakter i de sidste to år af fremskrivningsperioden, og der vil stadig være en betydelig støtte til økonomien. I lyset af de store aktuelle risici, som stammer fra flere forskellige kilder, og som allerede er delvis ved at materialisere sig, ville finanspolitiske foranstaltninger, herunder på EU-plan, bidrage til at beskytte økonomien. Finanspolitikken bør fortsat kunne tilpasses løbende, i takt med at situationen udvikler sig. Villighed til at anvende finanspolitiske foranstaltninger er ikke uforenelig med behovet for en troværdig normalisering af de offentlige finanser på mellemlangt sigt.

Ifølge basisscenariet i stabens fremskrivninger vil væksten på mellemlangt sigt blive drevet af en robust indenlandsk efterspørgsel, der understøttes af et stærkere arbejdsmarked. Når flere mennesker er i arbejde, bør husholdningernes indkomster stige, og de vil forbruge mere. Den globale genopretning og den fortsatte finanspolitiske og pengepolitiske støtte bidrager også til disse udsigter for væksten. Finans- og pengepolitisk støtte er fortsat afgørende – især i denne vanskelige geopolitiske situation. Der forventes stadig en robust vækst i euroområdet i 2022, men væksten vil være langsommere, end det var forventet før krigens start. I Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts ventes en årlig vækst i realt BNP på 5,4 pct. i 2021, 3,7 pct. i 2022, 2,8 pct. i 2023 og 1,6 pct. i 2024. Sammenlignet med decemberfremskrivningerne er udsigterne blevet nedjusteret i

2022 og 2023. Dette er baseret på antagelsen om, at de aktuelle forstyrrelser i energiforsyningerne og de negative tillidseffekter i tilknytning til konflikten er midlertidige, og at de globale forsyningskæder ikke påvirkes i væsentlig grad. I et negativt scenarie, hvor Rusland pålægges strengere sanktioner, som medfører visse forstyrrelser i globale værdikæder, højere energiomkostninger og en midlertidig nedgang i produktionen i euroområdet – samt yderligere finansielle forstyrrelser og mere vedvarende usikkerhed – ville væksten i euroområdet være 1,2 procentpoint lavere end i basissceneriet i 2022. Forskellen ville være begrænset i 2023, og i 2024 ville væksten være noget kraftigere på grund af indhentningseffekter. I et hårdt scenarie (hvor det ud over det negative scenarier karakteristika antages, at energipriserne reagerer kraftigere på mere omfattende forsyningsnedskæringer, og at der vil være større prisjusteringer på de finansielle markeder), kan BNP-væksten blive op til 1,4 procentpoint under basissceneriet i 2022 og 0,5 procentpoint under basissceneriet i 2023 med forholdsvis beskedne indhentningseffekter i 2024.

1.2 Inflation

Inflationen steg fra 5,1 pct. i januar til 5,8 pct. i februar og forventes at stige yderligere på kort sigt. Energiinflationen, som nåede op på 31,7 pct. i februar, er stadig den primære årsag til den høje samlede inflationsrate og presser også priserne op i mange andre sektorer. Fødevarepriserne er også steget, hvilket skyldes sæsonfaktorer, højere transportomkostninger og højere priser på gødning. I de seneste uger er energiomkostningerne steget endnu mere, og der vil være mere pres på visse fødevare- og råvarepriser på grund af krigen i Ukraine. Prisstigningerne er blevet mere udbredte. De fleste mål for den underliggende inflation er i løbet af de seneste måneder steget til niveauer over 2 pct. På grund af den rolle, som midlertidige pandemirelaterede faktorer spiller, og de indirekte effekter af højere energipriser er det imidlertid usikkert, hvor vedvarende stigningen i disse indikatorer vil være. Markedsbaserede indikatorer tyder på, at energipriserne vil forblive høje i længere tid end tidligere forventet, men at de vil falde i løbet af fremskrivningsperioden. Prispresset fra globale forsyningsflaskehalse bør også aftage. Forbedringen af arbejdsmarkedsforholdene er fortsat, idet arbejdsløsheden faldt til 6,8 pct. i januar. Selvom flere og flere sektorer påvirkes af mangel på arbejdskraft, er lønvæksten stadig generelt afdæmpet. Over tid bør økonomiens tilbagevenden til fuld kapacitet understøtte en noget hurtigere lønvækst. Forskellige mål for inflationsforventningerne på langt sigt, som udledes af de finansielle markeder og af konjunkturbarometre, ligger på omkring 2 pct. Disse faktorer vil også bidrage yderligere til den underliggende inflation og til en samlet inflation, der varigt forbliver på 2 pct.-målet.

I Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra marts 2022 ventes en årlig inflation på 5,1 pct. i 2022, 2,1 pct. i 2023 og 1,9 pct. i 2024. Det er betydeligt højere end i de foregående fremskrivninger fra december, særligt i 2022. Den gennemsnitlige inflation ekskl. fødevarer og energi ventes at blive 2,6 pct. i 2022, 1,8 pct. i 2023 og 1,9 pct. i 2024, hvilket også er højere end i decemberfremskrivningerne. Skulle det negative scenarie ovenfor blive en realitet, kan inflationen blive 0,8 procentpoint højere i 2022. Efterhånden som olie- og

gasmarkedene genvinder balancen, vil de store stigninger i energipriserne gradvis aftage. Det vil få inflationen til at falde til under basisscenariet, især i 2024. I det hårde scenarie vil inflationen være 2 procentpoint højere i 2022, og 2023 vil også være præget af en væsentlig højere inflation. I 2024 vil inflationen svare til basisscenariet, idet kraftigere anden runde-effekter opvejer de faldende energiprisers nedadrettede indvirkning på inflationen.

1.3 Risikovurdering

Efter Styrelsesrådets opfattelse er de risici, som knytter sig til de økonomiske udsigter, væsentligt forøgede og nedadrettede. Risiciene i forbindelse med pandemien er ganske vist reduceret, men krigen i Ukraine kan få en kraftigere indvirkning på de økonomiske forventninger og igen forværre begrænsningerne på udbudssiden. Vedvarende høje energiomkostninger, kombineret med tab af tillid, kan lægge en større dæmper på efterspørgslen end forventet og begrænse forbruget og investeringerne. De samme faktorer udgør også risici for inflationsudsigterne, som er opadrettede på kort sigt. Krigen i Ukraine udgør en væsentlig opadrettet risiko, navnlig for energipriserne. Hvis prispresset fører til højere lønstigninger end forventet, eller hvis der er vedvarende negative følgevirkninger på udbudssiden, kan inflationen også vise sig at blive højere på mellemlangt sigt. Hvis efterspørgslen svækkes på mellemlangt sigt, kan dette dog også mindske presset på priserne.

1.4 De finansielle og monetære forhold

Den russiske invasion af Ukraine har skabt betydelig volatilitet på de finansielle markeder. Efter krigens udbrud har de risikofrie markedsrenter delvis vendt den stigning, som var observeret siden Styrelsesrådets møde i februar, og aktiekurserne er faldet. Indtil videre har de finansielle sanktioner mod Rusland, herunder udelukkelsen af visse russiske banker fra SWIFT, ikke forårsaget alvorlige spændinger på pengemarkederne eller knaphed på likviditet i euroområdet banksystem. På grund af robuste kapitalpositioner og færre misligholdte lån er bankernes balancer generelt sunde. Bankerne er nu lige så rentable, som de var før pandemien. Bankernes udlånsrenter for virksomheder er steget en smule, mens udlånsrenterne på husholdningernes realkreditlån er uændrede og ligger på historisk lave niveauer. Udlånsstrømmene til virksomheder er faldet efter at være steget kraftigt i 4. kvartal 2021. Långivningen til husholdninger ligger stabilt, især til boligkøb.

1.5 Pengepolitiske beslutninger

På grundlag af sin opdaterede vurdering – og under hensyntagen til de usikre forhold – har Styrelsesrådet revideret sin plan for opkøb af aktiver inden for opkøbsprogrammet APP i de kommende måneder. De månedlige nettoopkøb inden for APP vil udgøre 40 mia. euro i april, 30 mia. euro i maj og 20 mia. euro i juni.

Kalibreringen af nettoopkøbene i 3. kvartal vil afhænge af dataene og afspejle Styrelsesrådets løbende vurdering af udsigterne. Hvis nye data underbygger forventningen om, at inflationsudsigterne på mellemlangt sigt ikke vil svækkes, selv efter at dets nettoopkøb er ophørt, vil Styrelsesrådet afslutte nettoopkøbene inden for APP i 3. kvartal. Hvis inflationsudsigterne på mellemlangt sigt forværres, og hvis finansieringsforholdene ikke længere er i overensstemmelse med yderligere fremskridt hen imod 2 pct.-målet, er Styrelsesrådet rede til at revidere sin plan for nettoopkøbene med hensyn til omfang og/eller varighed.

Det er også 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.

Renterne på de primære markedsoperationer, den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten vil forblive uændrede på henholdsvis 0,00 pct., 0,25 pct. og -0,50 pct.

Eventuelle ændringer af ECB's officielle renter vil finde sted et stykke tid efter, at vores nettoopkøb inden for APP er ophørt, og vil være gradvise. Udviklingen i ECB's officielle renter vil stadig være baseret på Styrelsesrådets forward guidance og dets strategiske forpligtelse til at stabilisere inflationen på 2 pct. på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet forventer derfor, at ECB's officielle renter forbliver på deres nuværende niveau, indtil det konstaterer, at inflationen når 2 pct. et godt stykke tid inden slutningen på dets fremskrivningsperiode, og at de – varigt – forbliver på dette niveau i resten af fremskrivningsperioden, og Styrelsesrådet vurderer, at der, for så vidt angår den underliggende inflation, er opnået tilstrækkelige fremskridt til at være i overensstemmelse med en inflation, der stabiliserer sig på 2 pct. på mellemlangt sigt.

I 1. kvartal 2022 foretager Styrelsesrådet nettoopkøb under opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP) på et lavere niveau end i det foregående kvartal. Det vil ophøre med nettoopkøbene under PEPP ved udgangen af marts 2022.

Styrelsesrådet vil geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under PEPP, efterhånden som de forfalder, i hvert fald indtil udgangen af 2024. Den fremtidige udfasning af PEPP-porteføljen vil under alle omstændigheder blive styret, så den ikke indvirker på den passende pengepolitiske linje.

Pandemien har vist, at fleksibilitet i udformningen og gennemførelsen af aktivopkøb i stresssituationer har bidraget til at modvirke en svækkelse af transmissionen af pengepolitikken og gjort Styrelsesrådets indsats for at opnå sit mål mere effektiv. Inden for Styrelsesrådets mandat vil fleksibilitet, i stresssituationer, fortsat være et element i pengepolitikken, når trusler mod den pengepolitiske transmission bringer prisstabiliteten i fare. Navnlig kan geninvesteringer under PEPP – såfremt der igen opstår fragmentering af markedet i forbindelse med pandemien – når som helst justeres fleksibelt med hensyn til tid, aktivklasser og jurisdiktioner. Dette kan omfatte

opkøb af obligationer udstedt af Den Helleniske Republik ud over geninvesteringer af indfrielse for at undgå en afbrydelse af opkøb i denne jurisdiktion, som ville kunne hæmme transmissionen af pengepolitikken til den græske økonomi, mens den stadig er under genopretning fra pandemiens følgevirkninger. Nettoopkøbene under PEPP kan også blive genoptaget, hvis det bliver nødvendigt, for at modvirke negative stød, der er relateret til pandemien.

Styrelsesrådet vil fortsat overvåge bankernes finansieringsforhold og sikre, at udløbet af operationer under den tredje række af målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO III) ikke hæmmer den gnidningsløse transmission af pengepolitikken. Styrelsesrådet vil også løbende vurdere, hvordan målrettede långivningstransaktioner bidrager til dets pengepolitik. Som meddelt forventer det, at de særlige betingelser, der gælder i forbindelse med TLTRO III, ophører i juni i år. Styrelsesrådet vil også vurdere, hvilken kalibrering det er hensigtsmæssigt at foretage af dets todelte system for forrentning af reserver, således at de negative pengepolitiske renter ikke begrænser bankernes formidlingskapacitet i en situation med rigeligt likviditetsoverskud.

På baggrund af de meget usikre forhold, som skyldes den russiske invasion af Ukraine, og risikoen for regional afsmitning, som kan påvirke de finansielle markeder i euroområdet negativt, har Styrelsesrådet besluttet at forlænge repofaciliteten for centralbanker i Eurosystemet (EUREP) indtil 15. januar 2023. EUREP vil derfor fortsat supplere de regelmæssige eurolikviditetstilførende ordninger for centralbanker uden for euroområdet. Tilsammen udgør disse faciliteter en omfattende sikkerhedsmekanisme til at imødegå eventuelle markedsforstyrrelser uden for euroområdet, som ville kunne hæmme den smidige transmission af ECB's pengepolitik. Anmodninger fra centralbanker uden for euroområdet om individuelle aftaler om eurolikviditet vil blive vurderet af Styrelsesrådet i de konkrete tilfælde.

Styrelsesrådet er rede til, efter behov, at tilpasse alle sine instrumenter for at sikre, at inflationen stabiliserer sig på dets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt.

© Den Europæiske Centralbank, 2022

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-22-001-DA-N (pdf)