



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

6. udgave / 2022



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

1 Oversigt

Den 8. september 2022 besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's tre officielle renter med 75 basispoint. Med dette store skridt fremrykkes overgangen fra de pengepolitiske renters nuværende meget lempelige niveau til et niveau, som vil sikre, at inflationen rettidigt vender tilbage til Styrelsesrådets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt. På grundlag af Styrelsesrådets nuværende vurdering forventer det at forhøje renterne yderligere over de næste adskillige møder for at dæmpe efterspørgslen og som et værn mod risikoen for, at der sker et vedvarende opadgående skift i inflationsforventningerne. Styrelsesrådet vil løbende tage sin pengepolitiske kurs op til fornyet vurdering i lyset af nye data og udviklingen i inflationsudsigterne. Dets fremtidige beslutninger om de pengepolitiske renter vil stadig være dataforankrede og følge en fremgangsmåde, hvor beslutningerne træffes fra møde til møde.

Styrelsesrådet traf denne beslutning – og forventer at forhøje renterne yderligere – fordi inflationen stadig er alt for høj og sandsynligvis fortsat vil ligge over målet i en længere periode. Ifølge Eurostats foreløbige estimat nåede inflationen op på 9,1 pct. i august. Kraftigt stigende energi- og fødevarerpriser, efterspørgselspres i visse sektorer, der skyldes genåbningen af økonomien, og forsyningsflaskehalse presser fortsat inflationen op. Prispresset er blevet stadig stærkere og har bredt sig i økonomien, og inflationen vil måske stige yderligere på kort sigt. I takt med at de faktorer, der på nuværende tidspunkt presser inflationen op, efterhånden aftager, og normaliseringen af pengepolitikken slår igennem i økonomien og på prisdannelsen, vil inflationen blive lavere. Hvad fremtiden angår, har ECB's stab foretaget en betydelig opjustering af sine fremskrivninger af inflationen, og der forventes nu en gennemsnitlig inflation på 8,1 pct. i 2022, 5,5 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024.

Efter et opsving i den økonomiske vækst i euroområdet i 1. halvår 2022 peger de nyeste data på en markant nedgang i væksten, idet økonomien forventes at stagnere senere på året og i 1. kvartal 2023. Meget høje energipriser reducerer købekraften af folks indkomster, og selvom forsyningsflaskehalsene er ved at aftage, hæmmer de stadig den økonomiske aktivitet. Desuden påvirker den negative geopolitiske situation, især Ruslands uberettigede angreb på Ukraine, erhvervslivets og forbrugernes tillid negativt. Disse udsigter afspejles i stabens seneste fremskrivninger for den økonomiske vækst, som er blevet nedjusteret markant i resten af indeværende år og hele 2023. Staben forventer nu en økonomisk vækst på 3,1 pct. i 2022, 0,9 pct. i 2023 og 1,9 pct. i 2024.

De vedvarende sårbarheder, som skyldes pandemien, udgør stadig en risiko for den gnidningsløse transmission af pengepolitikken. Styrelsesrådet vil derfor fortsat anvende fleksibilitet i geninvesteringen af indfrielse, som forfalder i PEPP-

porteføljen (opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation), med henblik på at imødegå pandemirelaterede risici i tilknytning til transmissionsmekanismen.

1.1 Den økonomiske aktivitet

En høj inflation, strammere finansielle forhold og de tilbageblivende udbudsrelaterede begrænsninger påvirker den økonomiske aktivitet i hele verden negativt. Konjunkturbarometre tyder på en bredt funderet afdæmpning af den økonomiske aktivitet. Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2022 er de globale vækstudsigter afdæmpede. Globalt realt BNP (ekskl. euroområdet) ventes at stige med 2,9 pct. i 2022, med 3,0 pct. i 2023 og med 3,4 pct. i 2024. Disse udsigter er svagere, end det fremgik i Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra juni 2022, og indebærer, at væksten i den globale økonomi forventes at ligge lidt under det langsigtede gennemsnit i år og næste år som følge af, at den økonomiske aktivitet bremser op i de udviklede økonomier og vækstøkonomierne. Svagere udsigter for efterspørgslen og forbedringer på udbudssiden har bidraget til at lette presset på forsyningskæderne, som dog stadig er aktuelt. På linje med den globale vækst er udsigterne for verdenshandlen og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet også blevet forværrede sammenlignet med junifremskrivningerne. Det globale inflationspres er fortsat udbredt og højt som følge af kraftige stigninger i råvarepriserne, de tilbageblivende begrænsninger på udbudssiden, en stadig forholdsvis robust efterspørgsel og stramme arbejdsmarkeder. Dette pres forventes dog at falde, efterhånden som råvaremarkederne stabiliserer sig, og væksten svækkes. I en situation præget af stor usikkerhed er risikobalancen i tilknytning til basisfremskrivningen nedadrettet, hvad angår den globale vækst, og opadrettet, hvad angår den globale inflation.

Euroområdetets økonomi voksede med 0,8 pct. i 2. kvartal 2022, primært som følge af et stort privatforbrug af kontaktintensive tjenesteydelser, efter at pandemirelaterede begrænsninger var blevet ophævet. Da folk rejste mere i løbet af sommeren, kom det især lande med en stor turismesektor til gode. Samtidig var virksomheder ramt af høje energiomkostninger og vedvarende forsyningsflaskehalse, selvom flaskehalsene har været gradvis aftagende. En blomstrende turisme har ganske vist understøttet den økonomiske vækst i 3. kvartal, men Styrelsesrådet forventer en betydelig afmatning af økonomien i resten af året. Det er der primært fire grunde til. For det første lægger den høje inflation en dæmper på forbruget og produktionen i hele økonomien, og denne modvind forstærkes af forstyrrelser af gasforsyningen. For det andet vil det kraftige opsving i efterspørgslen efter tjenesteydelser, der fulgte efter genåbningen af økonomien, tabe noget af pusten i løbet af de kommende måneder. For det tredje vil svækkelsen af den globale efterspørgsel, også på baggrund af en strammere pengepolitik i mange store økonomier, og de forringede bytteforhold betyde mindre støtte til euroområdetets økonomi. For det fjerde er usikkerheden stadig høj, og tilliden markant faldende. Samtidig har arbejdsmarkedet fortsat været robust og har understøttet den økonomiske aktivitet. Beskæftigelsen steg med over 600.000 personer i 2. kvartal 2022, og arbejdsløshedsprocenten var

på et historisk lavt niveau på 6,6 pct. i juli. Det samlede antal arbejdstimer steg yderligere, med 0,6 pct., i 2. kvartal 2022 og ligger nu over niveauet før pandemien. Senere vil den økonomiske afmatning sandsynligvis medføre en vis stigning i arbejdsløsheden.

I ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2022 bygger basisscenariet for euroområdet på antagelserne om, at efterspørgslen efter gas vil blive dæmpet af høje priser og forebyggende energibesparende foranstaltninger (efter den seneste EU-aftale om at reducere gas efterspørgslen med op til 15 pct.), og at der ikke vil være behov for en omfattende rationering af gas. Ikke desto mindre antages det, at lande, der er stærkt afhængige af import af russisk naturgas, og hvor der er risiko for forsyningsmangel, vil være nødt til at foretage produktionsnedskæringer til vinter. Selvom forsyningsflaskehalsene på det seneste er aftaget noget hurtigere end forventet, hæmmer de stadig aktiviteten og antages kun gradvis at aftage. På mellemlangt sigt forventes væksten at stige igen, på trods af mindre gunstige finansieringsforhold, i takt med at energimarkedet genvinder balancen, usikkerheden mindskes, forsyningsflaskehalsene forsvinder og realindkomsterne forbedres. Arbejdsmarkedet forventes at blive svækket efter nedgangen i den økonomiske aktivitet, selvom det generelt forbliver forholdsvis robust. Samlet set forventes den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP ifølge ECB's stabs fremskrivninger fra september 2022 at ligge på 3,1 pct. i 2022, at aftage markant til 0,9 pct. i 2023 og at stige igen til 1,9 pct. i 2024. Sammenlignet med Eurosystemets stabs fremskrivninger fra juni 2022 er udsigterne for BNP-væksten blevet opjusteret med 0,3 procentpoint i 2022 efter positive overraskelser i 1. halvår og nedjusteret med 1,2 procentpoint i 2023 og med 0,2 procentpoint i 2024. Nedjusteringerne skyldes hovedsagelig virkningen af forstyrrelser i energiforsyningen, højere inflation og det dermed forbundne fald i tilliden.

Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2022 ventes euroområdets budgetsaldo at blive støt forbedret i perioden frem til 2024, men noget mindre end forventet i junifremskrivningerne. De finanspolitiske fremskrivninger er dog stadig forbundet med stor usikkerhed – primært vedrørende krigen i Ukraine og udviklingen på energimarkedene – som kan foranledige regeringerne til at vedtage yderligere stimulerende finanspolitiske foranstaltninger. Disse finanspolitiske støtteforanstaltninger har hovedsagelig haft til formål at imødegå forbrugernes stigende leveomkostninger, navnlig i forhold til energi. Desuden har finansieringen af forsvarskapacitet og støtte til flygtninge fra Ruslands krig i Ukraine også spillet en rolle. Ikke desto mindre forventes det, at underskuddet på den offentlige saldo i euroområdet vil fortsætte med at falde – fra 5,1 pct. af BNP i 2021 til 3,8 pct. i 2022 og yderligere til 2,7 pct. ved udgangen af fremskrivningsperioden. Efter den kraftige lempelse af finanspolitikken som reaktion på coronakrisen (covid-19) i 2020 blev finanspolitikken strammet sidste år. Den ventes fortsat at blive strammet noget, navnlig i 2023, og at være neutral i 2024. På baggrund af stor usikkerhed og nedadrettede risici i forbindelse med de økonomiske udsigter, som er en følge af krigen i Ukraine samt energiprisstigninger og fortsatte forstyrrelser i forsyningskæden, anbefalede Europa-Kommissionen 23. maj 2022, at stabilitets- og vækstpagtens generelle undtagelsesklausul forlænges til udgangen af 2023. Dette vil give mulighed for, om nødvendigt, at justere finanspolitikkerne til ændrede

omstændigheder. Med finanspolitiske ubalancer, som stadig ligger over niveauet før pandemien, og en usædvanlig høj inflation er finanspolitikken både nødt til at være mere selektiv og målrettet for at undgå at øge inflationspresset på mellemlangt sigt, samtidig med at de offentlige finansers holdbarhed skal sikres på mellemlangt sigt.

Finanspolitiske støtteforanstaltninger med det formål at afbøde virkningen af højere energipriser bør være midlertidige og målrettede mod de mest sårbare husholdninger og virksomheder for at begrænse risikoen for, at inflationspresset stiger, for at øge de offentlige udgifters effektivitet og bevare gældens holdbarhed. Strukturelle politikker bør sigte mod at øge euroområdet vækstpotentiale og understøtte dets modstandskraft.

1.2 Inflationen

Inflationen steg yderligere til 9,1 pct. i august. Energiprisinflationen var fortsat ekstremt høj, 38,3 pct., og var igen den dominerende komponent i den samlede inflation. Markedsbaserede indikatorer tyder på, at oliepriserne vil blive mere moderate på kort sigt, hvorimod engrospriserne på gas fortsat vil være ekstraordinært høje. Fødevarerinflationen steg også i august, til 10,6 pct., hvilket delvis afspejler højere inputomkostninger relateret til energi, forstyrrelser af handlen med fødevareråvarer og ugunstige vejrforhold. Selvom forsyningsflaskehalsene har været aftagende, fortsætter de gradvis med at slå igennem på forbrugerpriserne og lægger et opadrettet pres på inflationen. Det samme gør den stigende efterspørgsel i servicesektoren. Deprecieringen af euroen har også bidraget til opbygningen af inflationspres. Prispresset spreder sig til flere og flere sektorer – delvis på grund af virkningen af de høje energiomkostninger i hele økonomien. Derfor ligger de fleste mål for den underliggende inflation fortsat på et højt niveau, og ifølge stabens seneste fremskrivninger vil inflationen ekskl. fødevarer og energi nå op på 3,9 pct. i 2022, 3,4 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024. Robuste arbejdsmarkeder og en vis indhentning for at kompensere for højere inflation vil sandsynligvis understøtte lønvæksten. Samtidig tyder nye data og de seneste løn aftaler på, at lønudviklingen fortsat er generelt afdæmpet. De fleste mål for inflationsforventningerne på længere sigt er aktuelt på ca. 2 pct., selvom nyere justeringer af nogle af indikatorerne, der bringer dem over inflationsmålet, kræver fortsat overvågning.

Inflationen stiger fortsat kraftigt som følge af yderligere store udbudsstød, som slår hurtigere igennem på forbrugerpriserne, end de har gjort tidligere. Ifølge ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger fra september 2022 forventes den samlede HICP-inflation at holde sig over 9 pct. i resten af 2022. Årsagen er ekstremt høje råvarepriser på energi og fødevarer samt et opadrettet pres fra genåbningen af økonomien, forsyningsknaphed og stramme arbejdsmarkeder. Det forventede fald i inflationen fra 8,1 pct. i gennemsnit i 2022 til 5,5 pct. i 2023 og 2,3 pct. i 2024 afspejler hovedsagelig et kraftigt fald i energi- og fødevarerprisinflationen som følge af negative basiseffekter og antagelsen om et fald i råvarepriserne på linje med futurespriserne. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes at forblive på et hidtil uset højt niveau indtil midten af 2023, men forventes også at falde derefter, efterhånden som effekten af genåbningen af økonomien, forsyningsflaskehalsene og

presset på omkostningerne til energiinput aftager. Den samlede inflation forventes fortsat at ligge over ECB's mål på 2 pct. i 2024. Det skyldes de høje energiprisers forsinkede effekt på de inflationskomponenter, der ikke omfatter energi, euroens seneste depreciering, robuste arbejdsmarkeder og visse effekter af inflationskompensationen på lønningerne, som forventes at stige langt mere end det historiske gennemsnit. Sammenlignet med Eurosystemets stabs juni 2022-fremskrivninger er den samlede inflation blevet væsentlig opjusteret i 2022 (med 1,3 procentpoint) og 2023 (2,0 procentpoint) og en smule i 2024 (0,2 procentpoint) som følge af de seneste overraskende data, drastiske stigninger i antagelserne om engrospriserne på gas og elektricitet, kraftigere lønvækst og den seneste depreciering af euroen. Disse effekter mere end opvejer den nedadrettede effekt af det seneste fald i råvarepriserne på fødevarer, mindre alvorlige forsyningsflaskehalse end tidligere antaget og de svagere vækstudsigter.

1.3 Risikovurdering

I en global økonomi i afmatning er risiciene i tilknytning til væksten primært nedadrettede, navnlig på kort sigt. Som det fremgår af det nedadrettede scenarie i stabens fremskrivninger, er en langvarig krig i Ukraine stadig en væsentlig risiko i tilknytning til væksten, navnlig hvis der sker en rationering af energiforsyningen til virksomheder og husholdninger. I en sådan situation kan tilliden blive yderligere forringet, og begrænsningerne på udbudssiden kan igen blive forværrede. Energi- og fødevareromkostningerne kan også vedblive med at være højere end forventet. En yderligere forværring af de globale økonomiske udsigter kan være endnu en bremseklods for den udenlandske efterspørgsel i euroområdet.

Risiciene i tilknytning til inflationsudsigterne er primært opadrettede. Som det også er tilfældet for væksten, er den største risiko på kort sigt en yderligere forstyrrelse af energiforsyningen. På mellemlangt sigt kan inflationen vise sig at blive højere end forventet på grund af en vedvarende forringelse af euroområdets økonomiske produktionskapacitet, yderligere stigninger i energi- og fødevarerpriserne, en stigning i inflationsforventningerne, der ligger over Styrelsesrådets mål, eller højere lønstigninger end forventet. Hvis energiomkostningerne falder, eller efterspørgslen svækkes på mellemlangt sigt, vil dette dog mindske presset på priserne.

1.4 De finansielle og monetære forhold

Markedsrenterne er steget i forventning om en yderligere pengepolitisk normalisering som reaktion på inflationsudsigterne. Kreditgivning til virksomheder er blevet dyrere gennem de seneste måneder, og bankudlånsrenterne for husholdninger ligger nu på det højeste niveau i mere end fem år. Målt i volumen er bankernes långivning til virksomheder stadig robust, delvis på grund af behovet for at finansiere høje produktionsomkostninger og opbygning af lagre. Realkreditlån til husholdninger aftager på grund af stramninger af kreditstandarderne, stigende låneomkostninger og en svag forbrugertillid.

1.5 Pengepolitiske beslutninger

På grundlag af dets nuværende vurdering besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's tre officielle renter med 75 basispoint. Renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten blev således forhøjet til henholdsvis 1,25 pct., 1,50 pct. og 0,75 pct. med virkning fra 14. september 2022. Med dette store skridt fremrykkes overgangen fra de pengepolitiske renters nuværende meget lempelige niveau til et niveau, som vil bidrage til, at inflationen rettidigt vender tilbage til Styrelsesrådets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt. Styrelsesrådet traf denne beslutning – og forventer at forhøje renterne yderligere – fordi inflationen stadig er alt for høj og sandsynligvis fortsat vil ligge over målet i en længere periode. Fremtidige beslutninger om de pengepolitiske renter vil stadig være dataforankrede og følge en fremgangsmåde, hvor beslutningerne træffes fra møde til møde.

Efter forhøjelsen af renten på indlånsfaciliteten til over nul er det todelte system til forrentning af overskydende reserver ikke længere nødvendigt. Styrelsesrådet besluttede derfor på mødet 8. september 2022 at indstille det todelte system ved at fastsætte multiplikatoren på nul.

Det er Styrelsesrådets hensigt at fortsætte med fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under programmet til opkøb af aktiver, efterhånden som de forfalder, i en længere periode efter den dato, hvor det begyndte at forhøje ECB's officielle renter, og i hvert fald så længe det er nødvendigt for at fastholde forhold med rigelig likviditet og en passende pengepolitisk linje. For så vidt angår PEPP vil Styrelsesrådet geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under programmet, 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. Indfrielse, som forfalder i PEPP-porteføljen, geninvesteres fleksibelt med henblik på at bekæmpe risici for den pengepolitiske transmissionsmekanisme, der vedrører 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. Det vil også løbende vurdere, hvordan målrettede långivningstransaktioner bidrager til dets pengepolitik.

For at opretholde den pengepolitiske transmissionsmekanismes effektivitet og sikre, at markederne fungerer korrekt, besluttede Styrelsesrådet 8. september 2022, at renteloftet på 0 pct. for forrentningen af statslige indskud midlertidigt skulle fjernes. Loftet vil i stedet midlertidigt svare til den laveste af enten renten på Eurosystemets indlånsfacilitet eller den korte eurorente (€STR), også ved en positiv rente på indlånsfaciliteten. Det er hensigten, at foranstaltningen opretholdes indtil 30. april 2023. Denne ændring vil hindre, at udstrømninger af indskud til markedet afbrydes på et tidspunkt, hvor visse segmenter af euroområdet repomarkeder viser tegn på mangel på sikkerhedsstillelse, og vil give mulighed for at foretage en dybdegående

vurdering af, hvordan pengemarkederne tilpasser sig til en situation, hvor renterne igen er positive.

Styrelsesrådet er rede til at tilpasse alle sine instrumenter for at sikre, at inflationen stabiliserer sig på dets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt. TPI (instrumentet til beskyttelse af den pengepolitiske transmission) kan tages i brug til at imødegå en uønsket, ukontrolleret markedsdynamik, som udgør en alvorlig trussel mod den pengepolitiske transmission i alle lande i euroområdet, og gør det således muligt for Styrelsesrådet at opfylde sit prisstabilitetsmandat mere effektivt.

© 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-22-003-DA-N (pdf)