

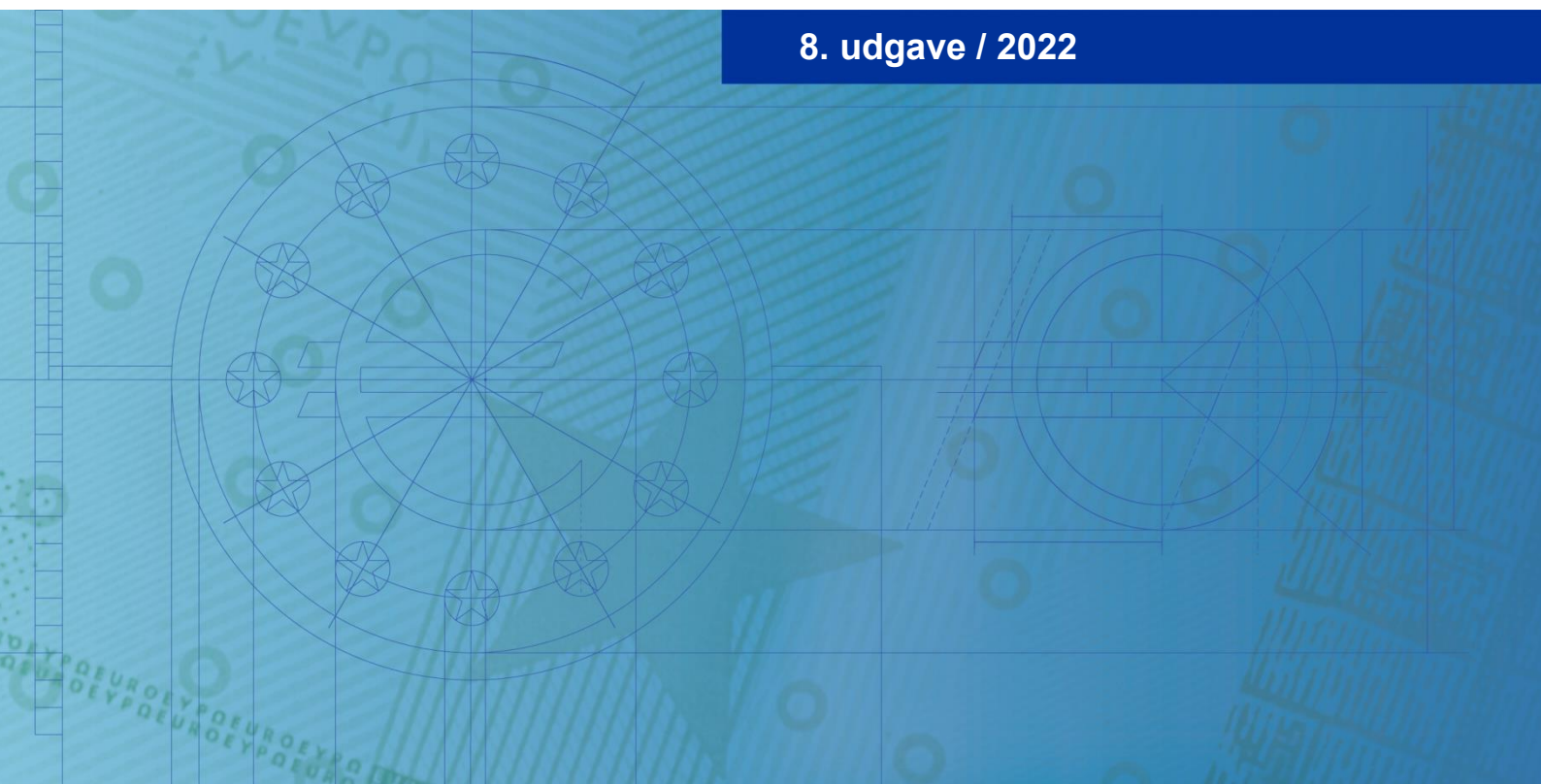


DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

8. udgave / 2022



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

1 Oversigt

Den 15. december besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's tre officielle renter med 50 basispoint, og på baggrund af de betydeligt opjusterede inflationsudsigter forventer Styrelsesrådet yderligere forhøjelser. Styrelsesrådet vurderer især, at renterne stadig skal stige væsentligt i et støt tempo for at nå et niveau, der er tilstrækkeligt restriktivt til at sikre, at inflationen rettidigt vender tilbage til 2 pct.-målet på mellemlangt sigt. Et restriktivt renteniveau vil med tiden mindske inflationen ved at dæmpe efterspørgslen og vil også værne mod risikoen for et vedvarende opadrettet skift i inflationsforventningerne. Styrelsesrådets fremtidige beslutninger om de pengepolitiske renter vil stadig være dataforankrede og følge en fremgangsmåde, hvor beslutningerne træffes fra møde til møde.

ECB's officielle renter er Styrelsesrådets vigtigste redskab til at fastlægge den pengepolitiske stramhedsgrad. På mødet i december drøftede Styrelsesrådet også principperne for normalisering af Eurosystemets pengepolitiske beholdninger af værdipapirer. Fra begyndelsen af marts 2023 og frem vil porteføljen under programmet til opkøb af værdipapirer (APP) blive reduceret i et afmålt og forudsigeligt tempo, idet Eurosystemet ikke i fuldt omfang vil geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer, der forfalder. Reduktionen vil i gennemsnit udgøre 15 mia. euro pr. måned frem til udgangen af 2. kvartal 2023, og tempoet derefter bestemmes efterhånden.

I forbindelse med mødet i februar 2023 vil Styrelsesrådet meddele de nærmere parametre for reduktionen af APP-beholdningerne. Styrelsesrådet vil regelmæssigt tage tempoet for reduktion af APP-porteføljen op til fornyet overvejelse for at sikre, at det hele tiden er i overensstemmelse med den overordnede pengepolitiske strategi og linje og for at bevare markedets funktion og en fast styring af pengemarkedsforholdene på kort sigt. Inden udgangen af 2023 vil Styrelsesrådet desuden gennemgå sine operationelle rammer for styring af de korte renter, hvilket vil give oplysninger med hensyn til slutdestinationen for balancenormaliseringsprocessen.

Styrelsesrådet besluttede at forhøje renterne på sit møde i december 2022 – og forventer yderligere betydelige forhøjelser – fordi inflationen stadig er alt for høj, og fordi den ifølge fremskrivningerne forventes fortsat at ligge over målet i en alt for lang periode. Ifølge Eurostats foreløbige skøn var inflationen 10,0 pct. i november, lidt lavere end i oktober, hvor den var 10,6 pct. Faldet skyldes primært en lavere prisstigningstakt for energi. Prisstigningstakten for fødevarer og de underliggende prispres i hele økonomien er tiltaget og vil vare ved i et stykke tid. På baggrund af ekstraordinær usikkerhed har Eurosystemets stab opjusteret sine fremskrivninger for inflationen betydeligt. Ifølge fremskrivningerne forventes den gennemsnitlige inflation

nu at være 8,4 pct. i 2022 for derefter at falde til 6,3 pct. i 2023, idet inflationen forventes at falde væsentligt i løbet af året. Inflationen forventes derefter at være 3,4 pct. i gennemsnit i 2024 og 2,3 pct. i 2025. Inflationen ekskl. energi og fødevarer forventes ifølge fremskrivningerne at være 3,9 pct. i gennemsnit i 2022 og at stige til 4,2 pct. i 2023 for derefter at falde til 2,8 pct. i 2024 og 2,4 pct. i 2025.

En nedgang i euroområdet økonomi kan forekomme i 4. kvartal 2022 og 1. kvartal 2023 som følge af energikrisen, stor usikkerhed, svækkelse af den globale økonomiske aktivitet og strammere finansieringsforhold. Ifølge Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra december 2022 ville en recession være forholdsvis kortvarig og mild. Ikke desto mindre forventes væksten at være afdæmpet i 2023, og den er betydeligt nedjusteret i forhold til ECB's stabs september 2022-fremskrivninger for euroområdet. På lidt længere sigt forventes væksten at rette sig, efterhånden som den aktuelle modvind aftager. Alt i alt ventes den økonomiske vækst ifølge december 2022-fremskrivningerne nu at være 3,4 pct. i 2022, 0,5 pct. i 2023, 1,9 pct. i 2024 og 1,8 pct. i 2025.

1.1 Den økonomiske aktivitet

De globale økonomiske udsigter er blevet forværret i lyset af den store geopolitiske usikkerhed, den høje og stigende inflation og de stramme finansieringsforhold. Ifølge december 2022-fremskrivningerne forventes den globale vækst i realt BNP (ekskl. euroområdet) at aftage til 2,6 pct. i 2023, hvilket er under det langsigtede gennemsnit, inden den gradvis stiger til 3,1 pct. og 3,3 pct. i henholdsvis 2024 og 2025. Disse udsigter er svagere, end det fremgik i september 2022-fremskrivningerne. Udsigterne for verdenshandlen og den udenlandske efterspørgsel i euroområdet er også blevet forværret sammenlignet med september 2022-fremskrivningerne. Det globale prispress er fortsat bredt funderet og højt på baggrund af en stadig forholdsvis robust efterspørgsel, stramme arbejdsmarkeder og høje fødevarerpriser, men forventes at falde, efterhånden som råvaremarkederne stabiliserer sig, og væksten svækkes. I en situation præget af stor usikkerhed er risikobalancen i tilknytning til basisfremskrivningerne nedadrettet, hvad angår den globale vækst, og opadrettet, hvad angår det globale prispress.

Den økonomiske vækst i euroområdet aftog til 0,3 pct. i årets 3. kvartal. Høj inflation og strammere finansieringsforhold lægger en dæmper på forbruget og produktionen ved at mindske husholdningernes realindkomster og øge virksomhedernes omkostninger. Væksten i verdensøkonomien er også aftagende i lyset af vedvarende geopolitisk usikkerhed, navnlig på grund af Ruslands uberettigede krig mod Ukraine og det ukrainske folk, og strammere finansieringsforhold over hele verden. Den tidligere forværring af bytteforholdene, hvor importpriserne steg hurtigere end eksportpriserne, påvirker stadig købekraften i euroområdet negativt.

På den positive side steg beskæftigelsen med 0,3 pct. i 3. kvartal, og arbejdsløsheden nåede et nyt historisk lavpunkt på 6,5 pct. i oktober. Stigende lønninger ventes at kompensere for en del af den tabte købekraft og dermed støtte

forbruget. Men efterhånden som økonomien svækkes, forventes jobskabelsen at aftage, og arbejdsløsheden kan stige i de kommende kvartaler.

Sammenlignet med september 2022-fremskrivningerne er udsigterne for euroområdet forværret noget i kraft af svagere vækst og højere og mere vedvarende inflation. Staben forventer nu en kortvarig og mild recession i euroområdet ved årsskiftet. I takt med at de økonomiske konsekvenser af krigen i Ukraine udvikler sig og giver næring til det stærke inflationspres, er forbruger- og erhvervstilliden fortsat afdæmpet, samtidig med at den disponible realindkomst udhules, og det kraftigt stigende omkostningspres lægger en dæmper på produktionen, især i energiintensive industrier. De negative økonomiske eftervirkninger ventes delvis at blive afbødet af finanspolitiske tiltag. Som følge af store naturgaslagre og de igangværende bestræbelser på at reducere efterspørgslen og erstatte russisk gas med alternative kilder forventes euroområdet at undgå et behov for energirelaterede produktionsnedskæringer i fremskrivningsperioden, selvom der fortsat er store risici for afbrydelser af energiforsyningen, særligt i vinteren 2023-24. På mellemlangt sigt forventes usikkerheden at falde og realindkomsterne at stige, efterhånden som energimarkedet retter sig. Som følge heraf forventes den økonomiske vækst at stige igen, bl.a. understøttet af en styrkelse af den udenlandske efterspørgsel og en afvikling af de resterende forsyningsflaskehalse, trods mindre gunstige finansieringsforhold. Arbejdsmarkedet forventes at forblive forholdsvis modstandsdygtigt over for den kommende milde recession som følge af uudnyttet arbejdskraft i en situation med fortsat betydelig mangel på arbejdskraft. Samlet set forventes den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP at aftage markant fra 3,4 pct. i 2022 til 0,5 pct. i 2023 for derefter at stige igen til 1,9 pct. i 2024 og 1,8 pct. i 2025. Sammenlignet med september 2022-fremskrivningerne er udsigterne for BNP-væksten blevet opjusteret med 0,3 procentpoint i 2022 på grund af positive overraskelser hen over sommeren og nedjusteret med 0,4 procentpoint i 2023, mens de er uændrede i 2024.

Ifølge december 2022-fremskrivningerne ventes eurorådets budgetsaldo at forværres i 2023 for derefter at bedres, mens den offentlige gæld ventes at falde i hele fremskrivningsperioden. Efter en skønnet forbedring i 2022 (fra -5,1 pct. af BNP i 2021 til -3,5 pct. i 2022) ventes budgetsaldoen at falde til -3,7 pct. i 2023. Der forventes yderligere forbedringer i 2024 og i mindre grad i 2025, hvor budgetsaldoen forventes at blive -2,6 pct. af BNP. Dette er ikke desto mindre stadig et godt stykke under niveauet før pandemien (-0,6 pct.). Efter den kraftige stigning i 2020 forventes den samlede offentlige gæld i euroområdet at falde i hele fremskrivningsperioden og at ligge på 88 pct. af BNP i 2025, dvs. stadig over niveauet før pandemien (84 pct.). Dette forventede fald skyldes hovedsagelig det positive spænd mellem renter og vækst som følge af den nominelle BNP-vækst, der mere end udligner det fortsatte – omend faldende – primære underskud.

Finanspolitiske støtteforanstaltninger til at beskytte økonomien mod de høje energiprisers virkning bør være midlertidige, målrettede og skræddersyede til at bevare energibesparende initiativer. Finanspolitiske foranstaltninger, der er ude af trit med disse principper, vil sandsynligvis forværre inflationspreset, hvilket ville kræve en stærkere pengepolitisk reaktion. Desuden bør finanspolitikken, i

overensstemmelse med EU's rammer for økonomisk styring, være rettet mod at gøre økonomien mere produktiv og gradvis nedbringe den høje offentlige gæld. Politikker med det formål at øge euroområdet's forsyningskapacitet, navnlig i energisektoren, kan bidrage til at mindske prispresset på mellemlangt sigt. Med dette for øje bør regeringerne hurtigt gennemføre deres investerings- og strukturreformplaner under Next Generation EU-programmet. Reformen af EU's rammer for økonomisk styring bør afsluttes hurtigt.

1.2 Inflationen

Inflationen faldt til 10,0 pct. i november primært som følge af en lavere prisstigningstakt for energi, mens prisstigningstakten for tjenesteydelser også faldt en smule. Prisstigningstakten for fødevarer steg imidlertid yderligere til 13,6 pct., da fødevarereproduktionens høje inputomkostninger blev overvæltet på forbrugerne. Der er stadig kraftige prispres på tværs af sektorerne, hvilket til dels skyldes virkningen af de høje energiomkostninger igennem hele økonomien. Inflationen ekskl. energi og fødevarer var uændret i november på 5,0 pct., og andre mål for den underliggende inflation ligger også højt.

Finanspolitiske foranstaltninger, der er rettet mod at kompensere husholdningerne for de høje energipriser og inflationen, ventes at dæmpe inflationen i 2023, men vil øge den, når de trækkes tilbage. Forsyningsflaskehalsene bliver gradvis mindre, men virkningerne heraf bidrager stadig til inflationen, især i kraft af stigende varepriser. Det samme gælder ophævelsen af pandemirelaterede restriktioner. Virkningerne af den ophobede efterspørgsel svækkes ganske vist, men påvirker stadig priserne i opadgående retning, navnlig i servicesektoren. Euroens depreciering i 2022 fortsætter også med at påvirke forbrugerpriserne.

Lønstigningstakten er tiltagende, idet den understøttes af robuste arbejdsmarkeder og en vis indhentning i lønningerne for at kompensere arbejdstagerne for højere inflation. Eftersom disse faktorer fortsat ventes at gøre sig gældende, forventes lønstigningstakten ifølge december 2022-fremskrivningerne at ligge et godt stykke over det historiske gennemsnit og at presse inflationen op i hele fremskrivningsperioden. De fleste mål for inflationsforventningerne på længere sigt er aktuelt på ca. 2 pct. Yderligere justeringer af nogle af indikatorerne, der bringer dem over inflationsmålet, kræver dog fortsat overvågning.

På baggrund af ekstraordinær usikkerhed har Eurosystemets stab opjusteret sine fremskrivninger for inflationen betydeligt. Inflationen forventes at falde fra et gennemsnit på 8,4 pct. i 2022 til 6,3 pct. i 2023, idet inflationen falder fra 10 pct. i 4. kvartal 2022 til 3,6 pct. i 4. kvartal 2023. Inflationen forventes derefter at falde til gennemsnitligt 3,4 pct. i 2024 og 2,3 pct. i 2025. Faldet i inflationen i fremskrivningsperioden afspejler stærke nedadrettede basiseffekter for energi i hele 2023, den gradvise effekt af normaliseringen af ECB's pengepolitik, der begyndte i december 2021, de svagere vækstudsigter og det forventede fald i råvarepriserne på energi og fødevarer, i overensstemmelse med futurespriserne, samt antagelsen om, at inflationsforventningerne på langt sigt forbliver forankrede. Den samlede inflation

forventes at falde til ECB's inflationsmål på 2 pct. på mellemlangt sigt i 2. halvår 2025, mens HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer vil holde sig over 2 pct. i hele fremskrivningsperioden. Denne vedholdenhed skyldes forsinkede indirekte effekter fra høje energipriser og den tidligere kraftige depreciering af euroen (trods en lille appreciering for nylig) samt robuste arbejdsmarkeder og inflationskompenserende effekter på lønningerne, som nominelt forventes at stige til et godt stykke over det historiske gennemsnit (omend de realt set forbliver under niveauet før krigen i Ukraine i hele fremskrivningsperioden). Sammenlignet med september 2022-fremskrivningerne er den samlede inflation opjusteret betydeligt i 2022 (med 0,3 procentpoint), 2023 (med 0,8 procentpoint) og 2024 (med 1,1 procentpoint), hvilket afspejler nylige overraskende data, en revurdering af styrken og varigheden af prispres på forsyningskæden og deres gennemslag, kraftigere lønvækst og højere råvarepriser på fødevarer. Disse opadrettede effekter mere end opvejede den nedadrettede effekt af antagelserne om lavere olie-, gas- og elpriser, en hurtigere afhjælpning af forsyningsflaskehalse, euroens seneste appreciering og de svagere vækstudsigter. Det er vigtigt at bemærke, at nye finanspolitiske foranstaltninger, der er vedtaget siden september 2022-fremskrivningerne, hvoraf de fleste har til formål at reducere energiprisstigningerne i 2023, lægger en dæmper på opjusteringen af inflationen i 2023, men bidrager betydeligt til opjusteringen i 2024, idet mange af foranstaltningerne antages at udløbe.

1.3 Risikovurdering

Risiciene i tilknytning til vækstudsigterne for økonomien er nedadrettede, navnlig på kort sigt. Krigen mod Ukraine udgør fortsat en betydelig nedadrettet risiko for økonomien. Energi- og fødevareromkostningerne kan også vedblive med at være højere end forventet. Hvis verdensøkonomien svækkes hurtigere end forventet, kan det yderligere forsinke væksten i euroområdet.

Risiciene i tilknytning til inflationsudsigterne er primært opadrettede. På kort sigt kan eksisterende pres på forsyningskæden medføre kraftigere stigninger end forventet i detailpriserne på energi og fødevarer. På mellemlangt sigt skyldes risiciene hovedsagelig indenlandske faktorer som fx en vedvarende stigning i inflationsforventningerne over ECB's 2 pct.-mål eller større lønstigninger end forventet. Hvis energiomkostningerne falder, eller efterspørgslen svækkes yderligere, vil presset på priserne derimod blive mindre.

1.4 De finansielle og monetære forhold

I takt med at ECB strammer pengepolitikken, bliver det dyrere for virksomhederne og husholdningerne at låne penge. Bankernes långivning til virksomheder er stadig robust, idet virksomhederne udskifter obligationer med banklån og finansierer de højere produktions- og investeringsomkostninger ved hjælp af kredit. Husholdningerne låner mindre på grund af strammere kreditstandarder, stigende renter, forværrede udsigter for boligmarkedet og lav forbrugertillid.

I overensstemmelse med den pengepolitiske strategi foretager Styrelsesrådet to gange årligt en dybdegående vurdering af det indbyrdes forhold mellem pengepolitik og finansiel stabilitet. Forholdene for den finansielle stabilitet er forværret siden den seneste gennemgang i juni 2022 som følge af en svagere økonomi og stigende kreditrisiko. På baggrund af de svagere økonomiske udsigter og svagere budgetstillinger er staterne endvidere blevet mere sårbare. Strammere finansieringsforhold ville afbøde opbygningen af finansielle sårbarheder og mindske halerisici for inflationen på mellemlangt sigt, men prisen er en større risiko for systemisk stress og større nedadrettede risici for væksten på kort sigt. Desuden kan likviditetsbehovet hos finansielle institutioner uden for banksektoren forstærke markedets volatilitet. Samtidig har bankerne i euroområdet komfortable kapitalniveauer, hvilket bidrager til at mindske en strammere pengepolitik bivirkninger for den finansielle stabilitet. Makroprudentiel politik er stadig den første forsvarslinje i indsatsen for at bevare finansiel stabilitet og håndtere sårbarheder på mellemlangt sigt.

1.5 Pengepolitiske beslutninger

På mødet i december besluttede Styrelsesrådet at forhøje ECB's tre officielle renter med 50 basispoint, og på baggrund af de betydeligt opjusterede inflationsudsigter forventer Styrelsesrådet yderligere forhøjelser. Renten ved de primære markedsoperationer og renten på den marginale udlånsfacilitet og indlånsfaciliteten blev således forhøjet til henholdsvis 2,50 pct., 2,75 pct. og 2,0 pct. med virkning fra 21. december 2022. Styrelsesrådet vurderer, at renterne stadig skal stige væsentligt i et støt tempo for at nå et niveau, der er tilstrækkeligt restriktivt til at sikre, at inflationen rettidigt vender tilbage til 2 pct.-målet på mellemlangt sigt. Et restriktivt renteniveau vil med tiden mindske inflationen ved at dæmpe efterspørgslen og vil også værne mod risikoen for et vedvarende opadrettet skift i inflationsforventningerne. Styrelsesrådets fremtidige beslutninger om de pengepolitiske renter vil stadig være dataforankrede og følge en fremgangsmåde, hvor beslutningerne træffes fra møde til møde.

Det er Styrelsesrådets hensigt fortsat fuldt ud at geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer opkøbt under APP, efterhånden som de forfalder, indtil udgangen af februar 2023. Efterfølgende vil APP-porteføljen blive reduceret i et afmålt og forudsigeligt tempo, idet Eurosystemet ikke i fuldt omfang vil geninvestere afdragene på hovedstolen fra værdipapirer, der forfalder. Reduktionen vil i gennemsnit udgøre 15 mia. euro pr. måned frem til udgangen af 2. kvartal 2023, og tempoet derefter bestemmes efterhånden. For så vidt angår opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (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. Styrelsesrådet vil fortsat anvende fleksibilitet i geninvesteringen af indfrielse, som forfalder i PEPP-porteføljen, med henblik på at imødegå pandemirelaterede risici i tilknytning til den pengepolitiske transmissionsmekanisme.

Efterhånden som bankerne tilbagebetaler det, de har lånt under de målrettede langfristede markedsoperationer, vil Styrelsesrådet regelmæssigt vurdere, hvordan målrettede långivningsoperationer bidrager til dets pengepolitiske linje.

Styrelsesrådet er rede til at tilpasse alle sine instrumenter inden for sit mandat for at sikre, at inflationen bringes tilbage til 2 pct.-målet 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-22-004-DA-N (pdf)