

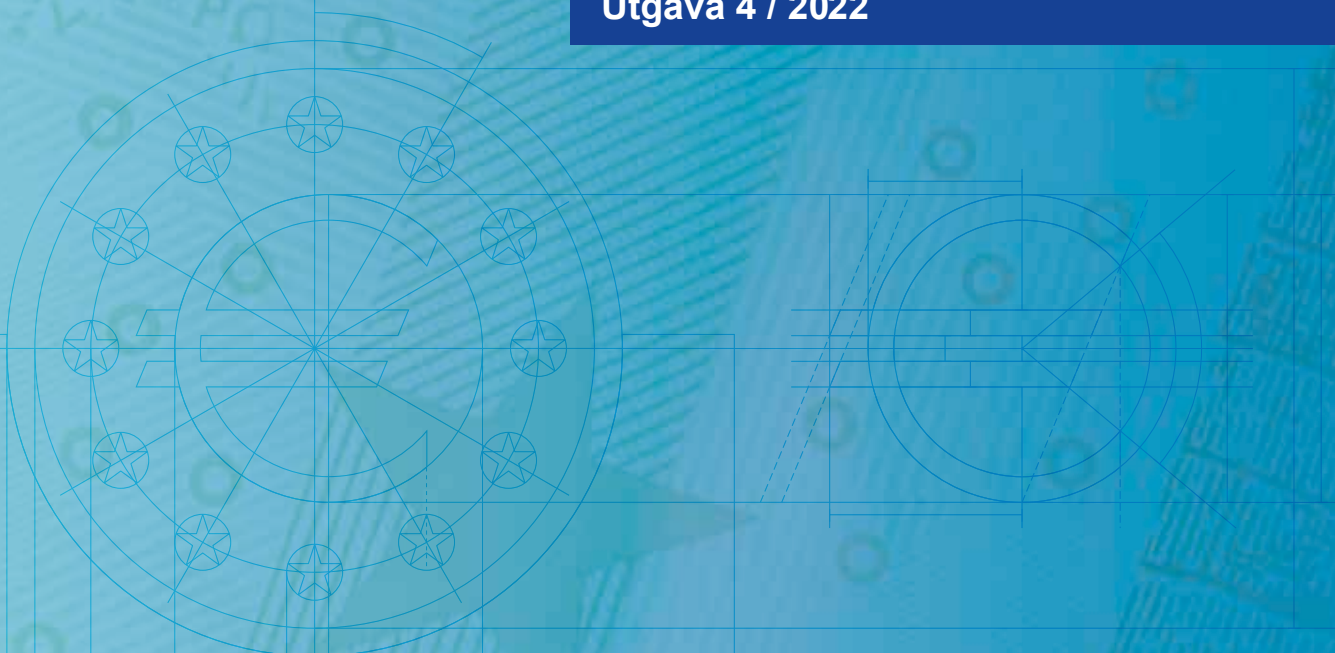


EUROPEISKA CENTRALBANKEN  
EUROSYSTEMET

# Ekonomisk rapport

## Översikt

Utgåva 4 / 2022



# Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

## Översikt

Den 15 december 2022 beslutade ECB-rådet att höja ECB:s tre styrräntor med 50 punkter och räknar, baserat på den omfattande upprevideringen av inflationsutsikterna, med att höja dem ytterligare. ECB-rådet bedömer framför allt att räntorna fortfarande måste stiga kraftigt i stadig takt för att nå nivåer som är tillräckligt restriktiva för att säkerställa en läglig återgång av inflationen till målet på 2 procent på medellång sikt. Genom att hålla räntorna på restriktiva nivåer dämpas efterfrågan, vilket gör att inflationen med tiden minskar. Restriktiva räntor skyddar även mot risken för en ihållande förskjutning uppåt av inflationsförväntningarna. ECB-rådets framtida räntebeslut kommer att fortsätta vara databeroende och följa ett tillvägagångssätt med beslut från sammanträde till sammanträde.

Styrräntorna är ECB-rådets viktigaste verktyg för att fastställa den penningpolitiska inriktningen. Vid sammanträdet i december diskuterade ECB-rådet även principer för normalisering av Eurosystemets innehav av penningpolitiska värdepapper. Från och med början av mars 2023 kommer APP-programmets portfölj att minska i en väl avvägd och förutsägbar takt till följd av att Eurosystemet inte kommer att återinvestera alla förfall av värdepapper. Minskningen kommer att uppgå till i genomsnitt 15 miljarder euro per månad fram till slutet av andra kvartalet 2023 och takten därefter att bestämmas efter hand.

Vid sitt sammanträde i februari 2023 kommer ECB-rådet att tillkännage detaljerade parametrar för att minska APP-innehaven. ECB-rådet kommer regelbundet att ompröva minskningstakten för APP-portföljen för att säkerställa att den förblir förenlig med den övergripande penningpolitiska strategin och inriktningen, för att upprätthålla marknadens funktion och för att bibehålla en fast kontroll över de kortfristiga förhållandena på penningmarknaden. I slutet av 2023 kommer ECB-rådet även att se över sitt operativa ramverk för styrning av korta räntor, som kommer att ge information om slutpunkten för normaliseringen av balansräkningarna.

Vid sitt sammanträde i december 2022 beslutade ECB-rådet att höja räntorna och räknar med att fortsätta höja dem rejält på grund av att inflationen fortfarande är alltför hög och att den beräknas ligga kvar över målet alltför länge. Enligt Eurostats snabbstatistik var inflationen 10,0 procent i november, dvs. något lägre än de 10,6 procent som noterades i oktober. Nedgången berodde främst på lägre energiprisinflation. Inflationen i livsmedelspriserna och det underliggande pristrycket i ekonomin har ökat och kommer att kvarstå under en tid. Mot bakgrund av exceptionell osäkerhet har Eurosystemets experter kraftigt uppreviderat sina inflationsprognoser. Den genomsnittliga inflationen väntas nu nå 8,4 procent 2022 för att sedan sjunka till 6,3 procent 2023. Under året väntas inflationen sjunka markant,

för att sedan uppgå till i genomsnitt 3,4 procent 2024 och 2,3 procent 2025. Inflationen, exklusive energi och livsmedel, beräknas ligga på i genomsnitt 3,9 procent 2022 och öka till 4,2 procent 2023, för att därefter sjunka till 2,8 procent 2024 och 2,4 procent 2025.

Under fjärde kvartalet 2022 och första kvartalet 2023 kan ekonomin i euroområdet komma att krympa på grund av energikrisen, hög osäkerhet, svagare global ekonomisk aktivitet och stramare finansieringsförhållanden. Enligt Eurosystemets makroekonomiska prognoser för euroområdet i december 2022 skulle en recession bli relativt kortvarig och grund. Tillväxten väntas ändå vara dämpad 2023 och har nedreviderats kraftigt jämfört med ECB-experternas prognoser för euroområdet från september 2022. På lite längre sikt väntas tillväxten återhämta sig när den nuvarande motvinden avtar. I prognoserna från december 2022 beräknas nu ekonomin växa med 3,4 procent 2022, 0,5 procent 2023, 1,9 procent 2024 och 1,8 procent 2025.

## Ekonomisk aktivitet

De globala ekonomiska utsikterna har försämrats mot bakgrund av förhöjd geopolitisk osäkerhet, hög och stigande inflation samt strama finansieringsförhållanden. Enligt prognoserna från december 2022 beräknas den globala reala BNP-tillväxten (exklusive euroområdet) sakta in till 2,6 procent 2023, vilket är under det långsiktiga genomsnittet, för att sedan stiga gradvis till 3,1 procent 2024 och 3,3 procent 2025. Dessa utsikter är svagare än de som beskrevs i prognoserna från september 2022. Utsikterna för global handel och utländsk efterfrågan på export från euroområdet har också försämrats jämfört med prognoserna från september 2022. Det globala pristrycket är alljämt brett baserat och högt mot bakgrund av fortsatt relativt stark efterfrågan, strama arbetsmarknader och höga livsmedelspriser, men väntas minska när råvarumarknaderna stabiliseras och tillväxten försvagas. I ett läge med hög osäkerhet ligger riskbilden i dessa prognosers grundscenari på nedåtsidan vad gäller global tillväxt och på uppåtsidan för globalt pristryck.

Den ekonomiska tillväxten i euroområdet sjönk till 0,3 procent under årets tredje kvartal. Hög inflation och stramare finansieringsförhållanden dämpar konsumtionen och produktionen genom att reducera hushållens reala inkomster och driva upp företagens kostnader. Världsekonomin mattas också av mot bakgrund av fortsatt geopolitisk osäkerhet, särskilt på grund av Rysslands oberättigade krig mot Ukraina och dess folk, samt stramare finansieringsförhållanden runtom i världen. Den senaste tidens försämring av bytesförhållanden, som återspeglar att importpriserna ökat snabbare än exportpriserna, fortsätter att belasta köpkraften i euroområdet.

På den positiva sidan kan nämnas att sysselsättningen ökade med 0,3 procent under det tredje kvartalet och att arbetslösheten nådde en ny historisk lägstanivå på 6,5 procent i oktober. Stigande löner kommer att återställa en del förlorad köpkraft och stödja konsumtionen. I takt med att ekonomin försvagas blir det dock sannolikt allt färre nya arbetstillfällen och arbetslösheten kan komma att öka under de kommande kvartalen.

Utsikterna för euroområdet har försämrats något med svagare tillväxt och högre och mer ihållande inflation än vad som förutsågs i prognoserna från september 2022. Nu förutspås en kortvarig och grund recession i euroområdet omkring årsskiftet. I takt med att de ekonomiska konsekvenserna av kriget i Ukraina blir påtagliga och underblåser det starka inflationstrycket har konsumenternas och företagens förtroende varit fortsatt dämpat. Samtidigt urholkas de reala disponibla inkomsterna och det stigande kostnadstrycket leder till minskad produktion, särskilt inom energiintensiva industrier. De negativa ekonomiska återverkningarna väntas delvis mildras av finanspolitiska åtgärder. Höga nivåer av naturgaslager och pågående ansträngningar för att minska efterfrågan och ersätta rysk gas med alternativa källor innebär dessutom att euroområdet väntas undvika att behöva ta till obligatoriska energirelaterade produktionsnedskärningar under prognosperioden, även om riskerna för avbrott i energiförsörjningen fortfarande är förhöjda, särskilt under vintern 2023–2024. I takt med att energimarknaden på medellång sikt åter kommer i balans lär osäkerheten minska och realinkomsterna förbättras. Som resultat väntas den ekonomiska tillväxten återhämta sig, även med stöd av att den utländska efterfrågan ökar och att de kvarvarande flaskhalsarna på utbudssidan löses upp, trots mindre gynnsamma finansieringsförhållanden. Arbetsmarknaden väntas fortsätta att vara relativt motståndskraftig mot den kommande milda recessionen, vilket återspeglar att arbetskraft hamstras i ett läge med fortsatt stor brist på arbetskraft. Sammantaget väntas den årliga genomsnittliga reala BNP-tillväxten dämpas markant, från 3,4 procent 2022 till 0,5 procent 2023, för att sedan öka till 1,9 procent 2024 och 1,8 procent 2025. Jämfört med prognoserna från september 2022 har utsikterna för BNP-tillväxten uppreviderats med 0,3 procentenheter för 2022 på grund av positiva överraskningar under sommaren, och nedreviderats med 0,4 procentenheter för 2023. De är dock oförändrade för 2024.

Enligt prognoserna från december 2022 beräknas euroområdets budgetsaldo försämrats under 2023 för att därefter förbättras, medan den offentliga skulden beräknas minska under hela prognosperioden. Efter en beräknad förbättring för 2022 (från -5,1 procent av BNP 2021 till -3,5 procent 2022) beräknas budgetsaldot minska till -3,7 procent 2023. Ytterligare förbättringar väntas 2024 och i mindre utsträckning 2025, då budgetsaldot beräknas bli -2,6 procent av BNP. Detta ligger dock fortfarande långt under nivån före pandemin (-0,6 procent). Efter den kraftiga ökningen 2020 förväntas den offentliga sektorns samlade skuldsättning i euroområdet minska under hela prognosperioden för att 2025 nå 88 procent av BNP, vilket fortfarande är högre än nivån före pandemin (84 procent). Den förväntade nedgången beror främst på gynnsamma ränte-tillväxtskillnader till följd av den nominella BNP-tillväxten, som mer än uppvägs av de kvarstående, om än minskande, primära underskotten.

Finanspolitiska stödåtgärder för att skydda ekonomin från effekterna av höga energipriser bör vara tillfälliga, riktade och skraddarsyddade för att ge incitament till lägre energikonsumtion. Finanspolitiska åtgärder som inte uppfyller dessa principer lär förstärka inflationstrycket, vilket i sin tur skulle kräva en starkare penningpolitisk respons. I linje med EU:s ramverk för ekonomisk styrning bör finanspolitiken dessutom inriktas på att göra euroområdets ekonomi mer produktiv och gradvis minska den höga statskulden. Åtgärder för att stärka euroområdets utbudskapacitet, särskilt inom energisektorn, kan bidra till att minska pristrycket på

medellång sikt. Följaktligen bör statliga investerings- och strukturreformer inom ramen för programmet Next Generation EU genomföras snabbt. Reformen av EU:s ramverk för ekonomisk styrning bör skyndsamt slutföras.

## Inflation

Inflationen sjönk till 10,0 procent i november, främst mot bakgrund av lägre energiprisinflation men även tjänsteinflationen sjönk något. Livsmedelspriserna fortsatte emellertid att stiga ytterligare till 13,6 procent i och med att höga insatskostnader i livsmedelsproduktionen slog igenom i konsumentpriserna. Pristrycket förblir fortsatt starkt mellan sektorerna, delvis som resultat av höga energikostnader i hela ekonomin. Inflationen exklusive energi och livsmedel var oförändrat 5,0 procent i november och även andra mått på underliggande inflation är höga.

Finanspolitiska åtgärder för att kompensera hushållen för höga energipriser och inflationen kommer att leda till att inflationen dämpas under 2023 men höjs när dessa åtgärder dras tillbaka. Flaskhalsarna på utbudssidan minskar gradvis även om deras effekter fortfarande bidrar till inflationen, vilket framför allt driver upp varupriserna. Detsamma gäller för upphävandet av pandemirelaterade restriktioner – även om effekterna av uppdämd efterfrågan försvagas driver de fortfarande upp priserna, särskilt inom tjänstesektorn. Eurons växelkurs har försvagats under 2022, vilket också fortsätter att påverka konsumentpriserna.

Löneökningarna tilltar och har stöd i robusta arbetsmarknader och en viss löneåterhämtning för att kompensera arbetstagarna för hög inflation. Eftersom dessa faktorer lär kvarstå väntas de löner som förutsågs i prognoserna från december 2022 stiga väl över de historiska genomsnitten och pressa upp inflationen under hela prognosperioden. De flesta mått på långfristiga inflationsförväntningar ligger i nuläget på runt 2 procent, även om ytterligare revideringar över målet behöver följas noggrant.

Mot bakgrund av exceptionell osäkerhet har Eurosystemets experter kraftigt uppreviderat sina inflationsprognoser. Inflationen väntas sjunka från ett genomsnitt på 8,4 procent 2022 till 6,3 procent 2023 där inflationen sjunker från 10 procent under det sista kvartalet 2022 till 3,6 procent under det sista kvartalet 2023. Inflationen väntas sedan sjunka till i genomsnitt 3,4 procent 2024 och 2,3 procent 2025. Nedgången i inflation under prognosperioden återspeglar starka energi-relaterade nedåtriktade baseffekter under hela 2023, den gradvisa effekten av den normalisering av ECB:s penningpolitik som inleddes i december 2021, de svagare tillväxtutsikterna och den förmodade prisnedgången för energi- och livsmedelsråvaror, i linje med terminspriserna, samt antagandet om att de långsiktiga inflationsförväntningarna kommer att förbli förankrade. Den totala inflationen väntas sjunka till ECB:s medelfristiga inflationsmål på 2 procent under andra halvåret 2025, medan HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel beräknas ligga kvar över 2 procent under hela prognosperioden. Denna varaktighet beror på fördröjda indirekta effekter av höga energipriser och på den tidigare kraftiga deprecieringen av euron (trots en mindre appreciering nyligen) samt på robusta arbetsmarknader. Här

tillkommer även inflationskompensationseffekter på lönerna, vilka väntas öka betydligt över de historiska genomsnitten i nominella termer (även om de i reala termer förblir under nivåerna före kriget i Ukraina under hela prognosperioden). Jämfört med prognoserna från september 2022 har inflationen totalt uppreviderats kraftigt för 2022 (med 0,3 procentenheter), 2023 (med 0,8 procentenheter) och 2024 (med 1,1 procentenhet), vilket återspeglar den senaste tidens överraskande data, en omvärdering av pipelinepristryckets styrka, ihållighet och genomslag, starkare löneökningar och högre priser på livsmedelsråvaror. Dessa uppåtriktade effekter mer än uppvägde den nedåtriktade effekten av lägre antaganden om olje-, gas- och elpriser, en snabbare minskning av flaskhalsarna på utbudssidan, eurons appreciering under den senaste tiden samt svagare tillväxtutsikter. Det är viktigt att notera att nya finanspolitiska åtgärder som beslutats sedan prognoserna från september 2022, främst i syfte att minska energiprisökningarna under 2023, förvisso dämpar upprevideringen av inflationen för 2023, men kraftigt bidrar till upprevideringen under 2024 när många av åtgärderna väntas löpa ut.

## Riskbedömning

Riskerna för de ekonomiska tillväxtutsikterna ligger på nedåtsidan, särskilt på kort sikt. Kriget mot Ukraina utgör fortfarande en betydande nedåtrisk för ekonomin. Det är också möjligt att energi- och livsmedelskostnader under en längre tid kan förbli högre än väntat. Tillväxten i euroområdet kan bromsas ytterligare om världsekonomin skulle försvagas kraftigare än väntat.

Riskerna för inflationsutvecklingen ligger primärt på uppsidan. På kort sikt kan befintligt pipelinetryck leda till att detaljhandelspriserna på energi och livsmedel stiger kraftigare än väntat. På medellång sikt härrör riskerna främst från inhemska faktorer, exempelvis en ihållande ökning av inflationsförväntningarna över ECB:s mål på 2 procent eller att löneökningarna blir högre än beräknat. Däremot skulle sjunkande energikostnader eller ytterligare försvagad efterfrågan leda till lägre pristryck.

## Finansiella och monetära förhållanden

I takt med att ECB stramar åt penningpolitiken blir det dyrare för företag och hushåll att låna. Bankutlåningen till företag är fortsatt robust eftersom företag ersätter obligationer med banklån och använder krediter för att finansiera de högre produktions- och investeringskostnaderna. Hushållen lånar mindre på grund av stramare kreditkrav, stigande räntor, försämrade utsikter på bostadsmarknaden och lägre konsumentförtroende.

I linje med sin penningpolitiska strategi gör ECB-rådet två gånger om året en djupgående bedömning av samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Till följd av en svagare ekonomi och ökande kreditrisker har läget för den finansiella stabiliteten försämrats sedan den förra översynen i juni 2022. De offentliga

finansernas sårbarhet har också ökat mot bakgrund av svagare ekonomiska utsikter och svagare offentliga finanser. På medellång sikt skulle stramare finansieringsförhållanden mildra uppbyggnaden av finansiella sårbarheter och minska svansriskerna för inflationen, men till priset av en högre risk för systemstress och större nedåtrisker för tillväxten på kort sikt. Dessutom skulle likviditetsbehoven hos andra finansinstitut än banker kunna öka volatiliteten på marknaden. Samtidigt har bankerna i euroområdet betryggande kapitalnivåer, vilket bidrar till att minska sidoeffekterna av en stramare penningpolitik på den finansiella stabiliteten. Makrotillsynen är fortsatt den främsta försvarslinjen för att upprätthålla finansiell stabilitet och bemöta medelfristiga sårbarheter.

## Penningpolitiska beslut

Vid sitt sammanträde i december beslutade ECB-rådet att höja de tre styrräntorna med 50 punkter samt utgår, baserat på den omfattande upprevideringen av inflationsutsikterna, från att ytterligare räntehöjningar kommer att erfordras. Följaktligen höjdes räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna samt räntorna på marginalutlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten till 2,50 procent, 2,75 procent respektive 2,00 procent med effekt fr.o.m. den 21 december 2022. ECB-rådet gör bedömningen att räntorna fortfarande måste stiga kraftigt i stadig takt för att nå nivåer som är tillräckligt restriktiva för att säkerställa en läglig återgång av inflationen till målet på 2 procent på medellång sikt. Genom att hålla räntorna på restriktiva nivåer kommer inflationen med tiden att minska i och med att efterfrågan dämpas och eftersom högre räntor också skyddar mot risken för en ihållande förskjutning uppåt av inflationsförväntningarna. ECB-rådets framtida räntebeslut kommer att fortsätta vara databeroende och följa ett tillvägagångssätt med beslut från sammanträde till sammanträde.

ECB-rådet avser fortsätta att fullt ut återinvestera förfall av värdepapper som förvärvats inom ramen för APP fram till slutet av februari 2023. Därefter kommer APP-portföljen att minska i en väl avvägd och förutsägbar takt eftersom Eurosystemet inte kommer att återinvestera alla förfall av värdepapper. Minskningen kommer att uppgå till i genomsnitt 15 miljarder euro per månad fram till slutet av andra kvartalet 2023 och takten därefter att bestämmas efterhand. Vad gäller PEPP (stödprogrammet föranlett av pandemin) avser ECB-rådet att återinvestera förfall av värdepapper förvärvade inom detta program fram till åtminstone slutet av 2024. Den framtida utfasningen av PEPP-portföljen kommer under alla förhållanden att hanteras på ett vis som inte stör en lämplig penningpolitisk inriktning. ECB-rådet kommer att fortsätta tillämpa flexibilitet vid återinvestering av kommande förfall i PEPP-portföljen i syfte att motverka risker mot transmissionsmekanismen relaterat till pandemin.

I och med att bankerna återbetalar de belopp de lånat i samband med de riktade långfristiga refinansieringstransaktionerna kommer ECB-rådet regelbundet att bedöma hur riktade utlåningstransaktioner bidrar till den penningpolitiska inriktningen.



ECB-rådet står redo att, inom ramen för sitt mandat, vid behov justera alla sina instrument så att inflationen återgår till 2-procentsmålet på medellång sikt. Instrumentet för transmissionsskydd (TPI) är tillgängligt för att motverka obefogade, störande marknadskrafter som utgör ett allvarligt hot mot den penningpolitiska transmissionen i samtliga euroländer och på så vis möjliggöra för ECB-rådet att mer effektivt uppfylla sitt prisstabilitetsmandat.

© **Europeiska centralbanken**

Postadress 60640 Frankfurt am Main, Tyskland  
Telefon +49 69 1344 0  
Internet [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) / [www.esrb.europa.eu](http://www.esrb.europa.eu)

Denna rapport har utarbetats på ECB:s direktionens ansvar. De nationella centralbankerna har översatt och publicerat övriga versioner.

Alla rättigheter förbehålls. Återgivande i utbildningssyfte och för icke-kommersiella ändamål är tillåtet under förutsättning att källan anges.

Stoppdatum för statistiska uppgifter i denna utgåva är 14 december 2022.

ISSN 2363-3646 (webb)  
EU catalogue no QB-BQ-22-008-SV-N