

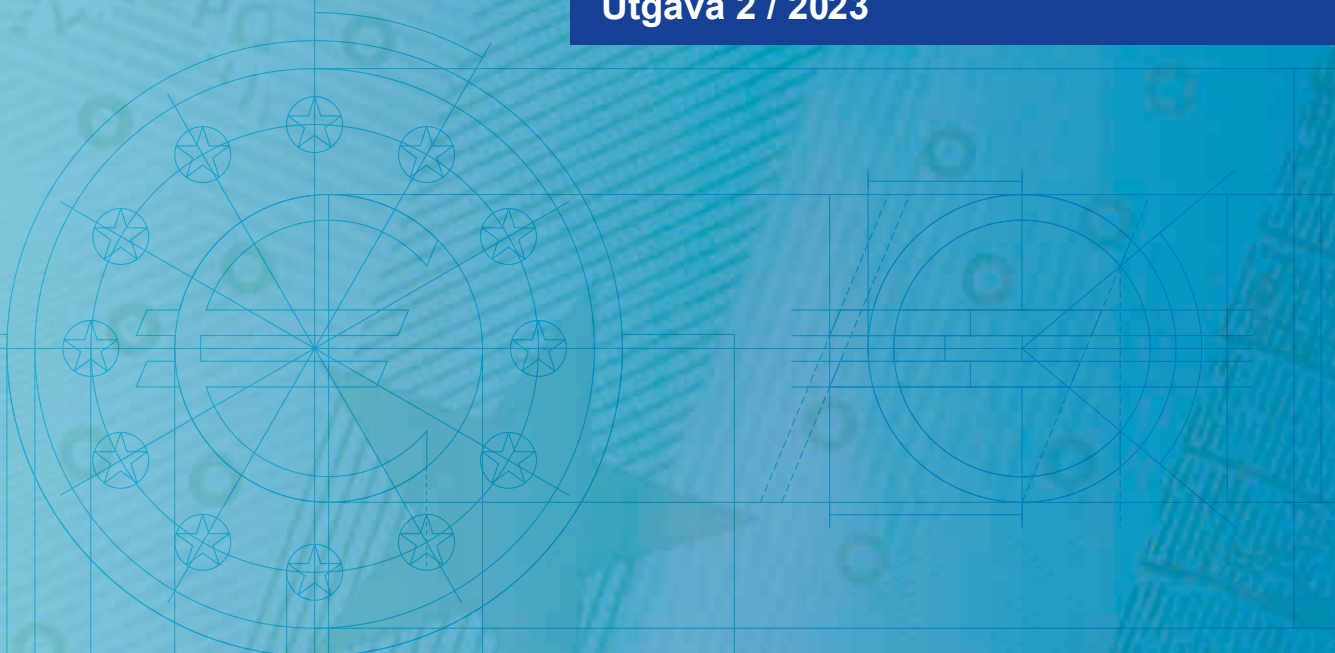


EUROPEISKA CENTRALBANKEN
EUROSYSTEMET

Ekonomisk rapport

Översikt

Utgåva 2 / 2023



Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

Översikt

Inflationen ser ut att förbli alltför hög under alltför lång tid. Den 16 mars 2023 beslutade ECB-rådet därför att höja de tre styrräntorna med 50 punkter, i linje med sin beslutsamhet att säkerställa att inflationen i rimlig tid återgår till det medelfristiga 2-procentsmålet. Den ökade osäkerheten förstärker vikten av ett databeroende tillvägagångssätt för ECB-rådets räntebeslut. Dessa beslut kommer att avgöras av ECB-rådets bedömning av inflationsutsikterna i ljuset av inkommande ekonomiska och finansiella data, dynamiken i underliggande inflation och styrkan i den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

ECB-rådet tillkännagav också att det noga följer de rådande spänningarna på marknaden och står redo att agera vid behov för att bevara prisstabilitet och finansstabilitet i euroområdet. ECB-rådet sade att banksektorn i euroområdet var motståndskraftig, med starka kapital- och likviditetspositioner. Under alla omständigheter innehåller ECB:s penningpolitiska verktygslåda allt för att tillhandahålla likviditetsstöd till euroområdets finanssystem vid behov och för att bevara den smidiga transmissionen av penningpolitiken.

De nya makroekonomiska prognoserna av ECB:s experter färdigställdes i början av mars innan den senaste tidens spänningar på finansmarknaderna uppstod. Dessa spänningar innebär i sig en ytterligare osäkerhet runt grundscenarierna för inflation och tillväxt. Före den senaste utvecklingen hade grundscenariot för den totala inflationen redan nedreviderats, främst beroende på ett lägre bidrag från energipriserna än tidigare väntat. ECB:s experter ser nu inflationen på i genomsnitt 5,3 procent 2023, 2,9 procent 2024 och 2,1 procent 2025. Samtidigt är underliggande pristryck fortfarande starkt. Inflationen, exklusive energi- och livsmedelspriser, fortsatte upp i februari och ECB:s experter räknar med att den i genomsnitt landar på 4,6 procent 2023, vilket är högre än vad som antogs i decemberprognoserna. Därefter bedöms inflationen komma ner till 2,5 procent 2024 och 2,2 procent 2025 när uppåttrycket från tidigare utbudshocker och återöppningen av ekonomin avtar och när stramare penningpolitik mer och mer dämpar efterfrågan.

Grundprognoserna för tillväxt 2023 har uppreviderats till i genomsnitt 1,0 procent som resultat av både nedgången i energipriserna och av ekonomins större motståndskraft mot utmaningarna i omvärlden. ECB:s experter förväntar sig därefter att tillväxten ytterligare stärks till 1,6 procent under både 2024 och 2025, uppbackat av en robust arbetsmarknad, ökad tillförsikt och stärkta realinkomster. Samtidigt är tillväxtuppgången under 2024 och 2025 lägre än prognosticerat i december på grund av den penningpolitiska åtstramningen.

Ekonomisk aktivitet

Den globala ekonomiska aktiviteten var fortsatt dämpad kring årsskiftet, men i och med återöppnandet av Kinas ekonomi och den fortsatta motståndskraften på arbetsmarknaderna i de utvecklade ekonomierna har de kortfristiga utsikterna förbättrats. De minskade utbudsbegränsningarna fortsätter att ge stöd åt den globala handeln och trots nedgången i total inflation är det underliggande pristrycket fortsatt starkt. I ECB:s makroekonomiska prognoser för euroområdet från mars 2023 har därför de globala tillväxtutsikterna för 2023 och 2024 uppreviderats jämfört med Eurosystemets makroekonomiska prognos från december 2022. Återöppnandet av Kinas ekonomi ger visserligen stöd åt den globala tillväxten i år, men den globala ekonomiska aktiviteten är fortfarande relativt dämpad, med en tillväxttakt som alltjämt ligger under de historiska genomsnitten under hela prognosperioden 2023–2025. Prognoserna för den globala handeln har också uppreviderats för att återspegla återöppnandet av Kinas ekonomi och ytterligare lättnader i de globala utbudsbegränsningarna. Alltmer tyder på att inflationen i det globala konsumentprisindexet (KPI) nådde en topp redan 2022, även om pristrycket i världsekonomin är fortsatt högt. Nedgången i inflationen förstärks av avtagande leveransstörningar, sjunkande energipriser och en synkroniserad penningpolitisk åtstramning världen över. Motståndskraftiga arbetsmarknader och kraftiga löneökningar, särskilt i större utvecklade ekonomier, tyder emellertid på att det underliggande inflationstrycket i den globala ekonomin är fortsatt starkt och att inflationen kommer att sjunka gradvis.

Euroområdets ekonomi stagnerade under det fjärde kvartalet 2022 och undvek således den tidigare förväntade nedgången. Den privata inhemska efterfrågan gick dock tillbaka kraftigt. Hög inflation, kvardröjande osäkerhet och stramare finansieringsförhållanden hämmade privat konsumtion och privata investeringar, som sjönk med 0,9 procent respektive 3,6 procent. Enligt grundscenariot ser ekonomin ut att återhämta sig under de kommande kvartalen. Industriproduktionen bör ta fart när utbudsförhållandena förbättras ytterligare, tillförsikten fortsätter att öka och företagen betar av stora orderstockar. Stigande löner och fallande energipriser kommer delvis att uppväga den förlorade köpkraft som många hushåll upplevt som resultat av högre inflation. Detta kommer i sin tur att ge stöd åt konsumtion. Vidare är arbetsmarknaden fortsatt stark, trots att den ekonomiska aktiviteten försvagas. Sysselsättningen ökade med 0,3 procent under det fjärde kvartalet 2022 och arbetslösheten var på en historiskt låg nivå på 6,6 procent i januari 2023.

I och med att energiförsörjningen blivit säkrare har energipriserna sjunkit kraftigt, förtroendet har förbättrats och aktiviteten på kort sikt torde öka något. Lägre energipriser ger nu vissa kostnadslättnader, särskilt för energiintensiva industrier, och de globala flaskhalsarna på utbudssidan har till stor del lösts upp. Ombalanseringen på energimarknaden väntas fortsätta och realinkomsterna förbättras. I och med att utländsk efterfrågan också ökar, väntas produktionstillväxten – förutsatt att de nuvarande spänningarna på finansmarknaderna avtar – återhämta sig från mitten av 2023, med stöd av en robust arbetsmarknad. Inte desto mindre kommer ECB:s pågående normalisering av penningpolitiken och de ytterligare räntehöjningar som marknaden i allt större utsträckning har räknat in att få genomslag på den reala ekonomin. Detta medför ytterligare dämpande effekter från

den senaste tidens stramare förhållanden vad gäller kreditutbud. Detta kommer, i kombination med det gradvisa tillbakadragandet av finanspolitiskt stöd och viss kvarstående oro över riskerna för energiförsörjningen nästa vinter, att tynga den ekonomiska tillväxten på medellång sikt. Sammantaget väntas den årliga genomsnittliga reala BNP-tillväxten sakta in till 1,0 procent 2023 (från 3,6 procent 2022), för att sedan öka till 1,6 procent 2024 och 2025. Jämfört med Eurosystemets experters makroekonomiska prognoser i december 2022 har utsikterna för BNP-tillväxten uppreviderats med 0,5 procentenheter för 2023 till följd av en överhängseffekt från de positiva överraskningarna under andra halvåret 2022 och förbättrade utsikter på kort sikt. För 2024 och 2025 har den nedreviderats med 0,3 procentenheter respektive 0,2 procentenheter eftersom de stramare finansieringsförhållandena och den senaste tidens appreciering av euron tar ut de positiva inkomst- och förtroendeffekterna av lägre inflation.

Enligt ECB-experternas prognoser från mars 2023 kommer de finanspolitiska utsikterna för euroområdet att förbättras under prognosperioden. Efter den betydande minskning som beräknats för 2022 förutspås euroområdets budgetunderskott fortsätta att minska något 2023 och mer markant 2024 (till 2,4 procent av BNP) och förbli oförändrat 2025. Att budgetsaldot i slutet av prognosperioden sjunker jämfört med 2022 förklaras av förbättringen av det konjunkturrensade primärsaldot, följt av en bättre konjunkturkomponent, medan räntebetalningarnas andel av BNP gradvis ökar under prognosperioden. Euroområdets skuld beräknas fortsätta att minska, om än långsammare efter 2022, till strax under 87 procent av BNP fram till 2025. Detta beror främst på negativa räntetillväxt-differenser, som mer än uppvägar de kvarstående primära underskotten. Under 2025 väntas dock både underskotts- och skuldkvoterna ligga kvar över de nivåer som rådde före pandemin. Jämfört med prognoserna i december har budgetsaldot uppreviderats för 2023–2025, om än bara marginellt i slutet av prognosperioden, medan räntebetalningarna har ökat under 2024–2025. Skuldkvoten har nedreviderats, vilket främst återspeglar den förbättrade utvecklingen för primärsaldot.

Statliga åtgärder för att skydda ekonomin från följderna av högre energipriser bör vara tillfälliga och inriktade på att upprätthålla incitamenten att förbruka mindre energi. I takt med att energipriserna faller och riskerna kring energiförsörjningen minskar är det viktigt att snabbt och samordnat börja avveckla dessa åtgärder. Åtgärder som inte uppfyller dessa principer kommer sannolikt att driva upp medelfristigt inflationstryck, vilket skulle nödvändiggöra en starkare penningpolitisk respons. I linje med EU:s ramverk för ekonomisk styrning och Europeiska kommissionens vägledning av den 8 mars 2023 bör finanspolitiken dessutom inriktas på att göra euroområdets ekonomi mer produktiv och gradvis minska den höga statsskulden. Politiken bör inriktas på att förstärka euroområdets försörjningskapacitet, särskilt inom energisektorn, och bidra till att minska pristryck på medellång sikt. För att uppnå detta bör regeringarna snabbt implementera sina investerings- och strukturreformplaner inom NGEU-programmet. Reformen av ramverket för EU:s ekonomiska styrning bör slutföras skyndsamt.

Inflation

Inflationen sjönk till 8,5 procent i februari. Detta berodde på en ytterligare kraftig nedgång i energipriserna. Däremot steg livsmedelspriserna vidare till 15,0 procent i och med att tidigare prisökningar på energi och på andra insatsvaror för livsmedelsproduktion fortfarande slår igenom i konsumentpriserna.

Det underliggande pristrycket är dessutom fortsatt starkt. Inflationen exklusive energi och livsmedel ökade till 5,6 procent i februari och andra indikatorer på underliggande inflation är också fortsatt höga. Inflationen för industrivaror exklusive energi steg till 6,8 procent i februari, vilket främst återspeglar fördröjda effekter av tidigare flaskhalsar på utbudssidan och höga energipriser. Tjänsteinflationen, som steg till 4,8 procent i februari, påverkas också fortfarande av det gradvisa genomslaget av tidigare energiprisuppgångar, uppdämd efterfrågan från återöppningen av ekonomin samt av stigande löner.

Lönetrycket har stärkts på grund av robusta arbetsmarknader och arbetstagarnas strävan att återhämta en del av den köpkraft som gått förlorad till följd av hög inflation. I sektorer med begränsat utbud och ökande efterfrågan såg många företag också möjligheter att höja sina vinstmarginaler. Samtidigt ligger de flesta mått på långfristiga inflationsförväntningar i dagsläget på runt 2 procent men fortsatt vaksamhet är befogad, särskilt mot bakgrund av den senaste tidens volatilitet i marknadsbaserade inflationsförväntningar.

Den kraftiga korrigeringen på energimarknaderna har lett till att pristrycket minskat betydligt och inflationen väntas nu minska i snabbare takt. Energiinflationen, som nådde en topp på över 40 procent förra hösten, torde bli negativ andra halvåret 2023 till följd av råvarupriserna, som har fallit under de nivåer som senast rådde före Rysslands invasion av Ukraina, och till följd av starka baseffekter och eurons starkare växelkurs. De gynnsammare prisutsikterna för energiråvaror innebär att finanspolitiska åtgärder lär spela en något mindre roll för att sänka energipriserna 2023 och i takt med att åtgärderna dras tillbaka förutses nu en mindre uppgång i energiinflationen 2024.

Lite senare väntas inflationstakten för andra komponenter i det harmoniserade konsumentprisindexet (HIKP) börja minska, eftersom pipelinetryck relaterat till kostnadsgenomslag, särskilt för livsmedelsinflation, samt kvardröjande effekter från tidigare flaskhalsar på utbudssidan och ekonomins återöppnande kommer att kvarstå på kort sikt. Den totala inflationen väntas sjunka under 3,0 procent i slutet av 2023 och stabiliseras på 2,9 procent 2024, för att sedan sjunka ytterligare till inflationsmålet på 2,0 procent under tredje kvartalet 2025, med ett genomsnitt på 2,1 procent för hela året. Till skillnad från den totala inflationen kommer kärninflationen, mätt som HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel, i genomsnitt att vara högre 2023 än under 2022. Detta återspeglar fördröjda effekter relaterade till indirekta effekter både från tidigare höga energipriser och från den tidigare starka deprecieringen av euron, som kommer att dominera på kort sikt. Effekterna på kärninflationen av de senaste energiprisnedgångarna och eurons appreciering på senare tid kommer att märkas först senare under prognosperioden. Den förväntade inflationsnedgången på medellång sikt återspeglar också den gradvisa effekten av

en normalisering av penningpolitiken. Strama arbetsmarknader och inflationskompensationseffekter tyder dock på att lönerna väntas växa i en takt väl över historiska genomsnitt och i slutet av prognosperioden i reala termer ligga nära nivåerna för första kvartalet 2022. Jämfört med prognoserna från december 2022 har den totala inflationen nedreviderats under prognosperioden (med 1,0 procentenhet för 2023, 0,5 procentenheter för 2024 och 0,2 procentenheter för 2025). Den kraftiga nedrevideringen för 2023 beror på stora nedåtriktade överraskningar relaterade till energiinflationen de senaste månaderna och mycket lägre antaganden om energipriserna, vilket delvis uppvägs av data som överraskat på uppsidan för HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel. För 2024 och 2025 beror nedrevideringarna på att effekten på energiinflationen blir lägre när de finanspolitiska åtgärderna upphävs, på att de indirekta effekterna klingar av kraftigare och på att eurons appreciering på senare tid fått ett allt större genomslag.

Riskbedömning

Riskerna för de ekonomiska tillväxtutsikterna ligger på nedåtsidan. Varaktigt hög finansiell marknadsvolatilitet skulle kunna strama åt de bredare kreditförhållandena mer än väntat och dämpa förtroendet. Rysslands oberättigade krig mot Ukraina och dess folk fortsätter att vara en signifikant nedåtrisk för ekonomin och kan åter komma att driva upp kostnaderna för energi och livsmedel. En ytterligare hämmande effekt för tillväxten i euroområdet kan uppstå om världsekonomin skulle utvecklas svagare än väntat. Företagen kan dock anpassa sig snabbare till utmaningarna i omvärlden och tillsammans med den avtagande energichocken skulle detta kunna ge stöd åt högre tillväxt än nu väntat.

Uppåtriskerna för inflationen inbegriper befintligt pipelinetryck som fortfarande skulle kunna driva upp detaljhandelspriserna mer än väntat under den närmaste tiden. Inhemska faktorer, t.ex. en ihållande ökning i inflationsförväntningarna över ECB-rådets mål eller högre löneökningar och vinstmarginaler än beräknat, skulle kunna driva upp inflationen även på medellång sikt. En starkare återhämtning än väntat i Kina skulle också kunna leda till en skjuts uppåt för råvarupriser och utländsk efterfrågan. Nedåtriskerna för inflationen inbegriper ihållande höga spänningar på finansmarknaderna som skulle kunna accelerera nedgången i inflationen. Vidare skulle sjunkande energipriser kunna få genomslag i form av lägre tryck från underliggande inflation och löner. Svagare efterfrågan, även som resultat av en kraftigare minskning av bankutlåning eller ett starkare penningpolitiskt genomslag än väntat, skulle också kunna bidra till lägre pristryck än hittills väntat framför allt på medellång sikt.

Finansiella och monetära förhållanden

Under veckorna efter ECB-rådets sammanträde i februari steg marknadsräntorna markant. Men ökningen vände kraftigt strax före sammanträdet i mars till följd av allvarliga spänningar på finansmarknaderna. Bankutlåningen till företag i euro-

området har blivit dyrare. Utlåningen till företag försvagades ytterligare beroende på låg efterfrågan och stramare villkor för kreditgivning. Även för hushållen har det blivit dyrare att låna, särskilt beroende på högre bolåneräntor. De stigande lånekostnaderna och den därav resulterande nedgången i efterfrågan, i kombination med stramare kreditförhållanden, har lett till en ytterligare minskning av tillväxttakten för lån till hushåll. Till följd av denna svagare låneutveckling ses en kraftig nedgång i penningmängdsökningen, driven av de mest likvida komponenterna.

Penningpolitiska beslut

Baserat på sin aktuella bedömning beslutade ECB-rådet att höja de tre styrräntorna med 50 punkter. Följaktligen kommer räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på marginalutlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten att vara 3,50 procent, 3,75 procent respektive 3,00 procent fr.o.m. den 22 mars 2023.

APP-portföljen minskas i en måttlig och förutsägbar takt då Eurosystemet inte återinvesterar alla värdepapper som förfaller. Minskningen kommer i genomsnitt att uppgå till 15 miljarder euro per månad fram till och med slutet av juni 2023 och takten därefter fastställs efter hand. 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 omständigheter att hanteras så att den inte inverkar på lämplig penningpolitisk inriktning. ECB-rådet kommer att tillämpa fortsatt flexibilitet vid återinvestering av kommande förfall i PEPP-portföljen i syfte att motverka risker mot transmissionsmekanismen relaterat till pandemin.

Allt eftersom bankerna återbetalar belopp som upplånats under tidigare riktade långfristiga refinansieringstransaktioner, kommer ECB-rådet regelbundet att granska hur riktade utlåningstransaktioner bidrar till den penningpolitiska inriktningen.

Slutsats

Sammanfattningsvis ser inflationen ut att förbli alltför hög under alltför lång tid. Vid sammanträdet i mars beslutade ECB-rådet därför att höja de tre styrräntorna med 50 punkter i linje med sin beslutsamhet att säkerställa att inflationen i rimlig tid återgår till det medelfristiga 2-procentsmålet.

Den ökade osäkerheten förstärker vikten av ett databeroende tillvägagångssätt för räntebeslut. Dessa beslut kommer att avgöras av ECB-rådets bedömning av inflationsutsikterna i ljuset av inkommande ekonomiska och finansiella data, dynamiken i underliggande inflation och styrkan i den penningpolitiska transmissionsmekanismen.

ECB-rådet står redo att, inom ramen för sitt mandat, justera alla sina instrument så att inflationen återgår till det medelfristiga 2-procentsmålet och bevara en smidig transmission av penningpolitiken.

© **Europeiska centralbanken**

Postadress 60640 Frankfurt am Main, Tyskland
Telefon +49 69 1344 0
Internet www.ecb.europa.eu / 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 15 mars 2023.

ISSN 2363-3646 (webb)
EU catalogue no QB-BQ-23-001-SV-N