

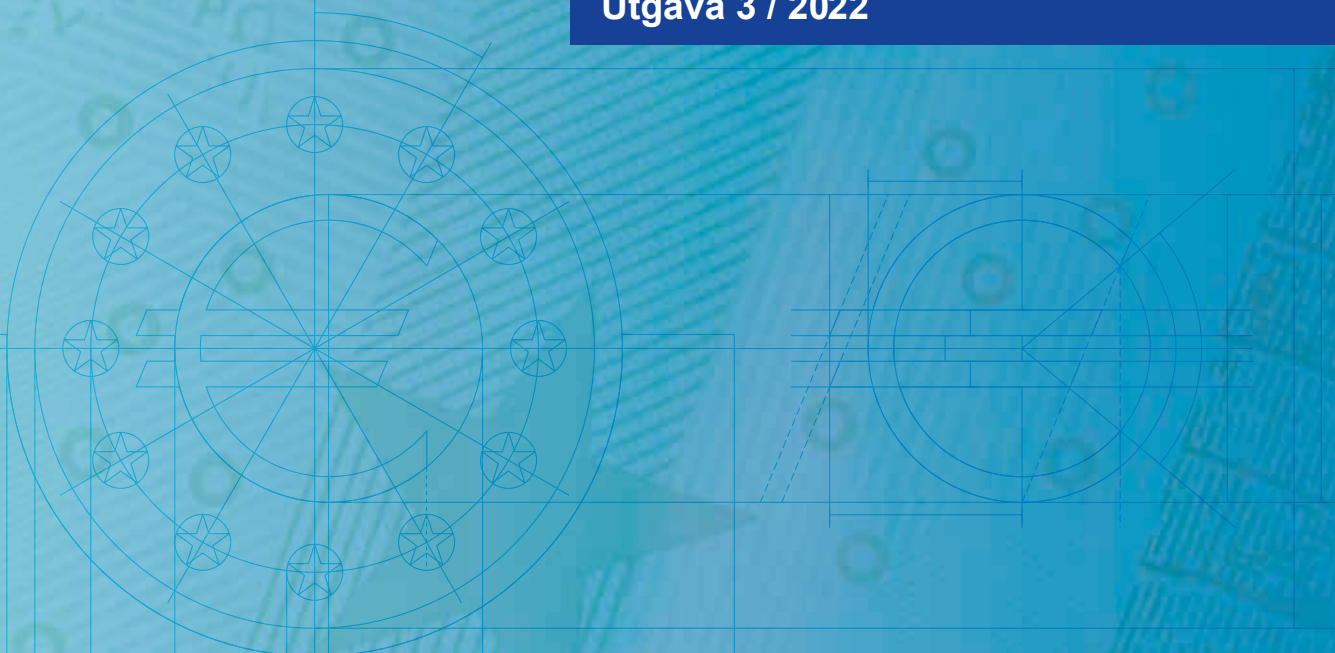


EUROPEISKA CENTRALBANKEN  
EUROSYSTEMET

# Ekonomisk rapport

## Översikt

Utgåva 3 / 2022



# Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

## Översikt

Den 8 september 2022 beslutade ECB-rådet att höja ECB:s tre styrräntor med 75 punkter. Detta stora steg tidigarelägger övergången från mycket ackommoderande styrräntor till nivåer som ska säkerställa att inflationen i tid återgår till ECB-rådets medelfristiga tvåprocentsmål. Baserat på ECB-rådets uppdaterade bedömning väntas räntorna komma att höjas vid nästkommande sammanträden i syfte att ytterligare dämpa efterfrågan och säkra mot risken för en ihållande inflationsuppgång. ECB-rådet kommer regelmässigt att se över sin policybana utifrån ny information och inflationsutvecklingen. Kommande styrräntebeslut kommer att vara fortsatt databeroende och fastställas vid varje sammanträde.

ECB-rådet fattade detta beslut och räknar med att ytterligare höja räntorna, eftersom inflationen fortfarande är alldeles för hög och sannolikt ligger kvar över målet under en längre tid. Enligt Eurostats snabbestimat uppgick inflationen till 9,1 procent i augusti. Inflationen drivs alltså upp av kraftigt stigande energi- och livsmedelspriser, efterfrågetryck i vissa sektorer till följd av ekonomins återöppnande och flaskhalsar på utbudssidan. Prispressen har stärkts och breddats i hela ekonomin och inflationen kan på kort sikt stiga ytterligare. Allt eftersom de faktorer som i nuläget driver inflationen avtar och den penningpolitiska normaliseringen slår igenom i ekonomin och prisbildningen kommer inflationen att gå ner. ECB:s experter har kraftigt uppreviderat sina inflationsprognoser och inflationen väntas nu vara i genomsnitt 8,1 procent 2022, 5,5 procent 2023 och 2,3 procent 2024.

Efter en uppgång under första halvåret 2022 pekar aktuella data mot en betydande nedgång i euroområdet ekonomiska tillväxt, med en väntad ekonomisk stagnation senare under året och under första kvartalet 2023. Mycket höga energipriser leder till minskad köpkraft för människors inkomster. Även om flaskhalsarna på utbudssidan har lättat, dämpar de fortfarande den ekonomiska aktiviteten. Det negativa geopolitiska läget, särskilt Rysslands obefogade aggression mot Ukraina, dämpar dessutom tillförsikten bland företag och konsumenter. Dessa utsikter återspeglas i experternas senaste prognoser för den ekonomiska tillväxten, som har nedreviderats markant för resten av året och hela 2023. Experterna räknar nu med en ekonomisk tillväxt på 3,1 procent 2022, 0,9 procent 2023 och 1,9 procent 2024.

Pandemin har lett till varaktiga sårbarheter, vilka fortfarande utgör en risk för en smidig transmission av penningpolitiken. Följaktligen avser ECB-rådet att fortsätta tillämpa flexibilitet i återinvestering av uppkommande förfall i portföljen för PEPP-programmet (stödköpsprogrammet föranlett av pandemin), i syfte att motverka risker mot transmissionsmekanismen relaterade till pandemin.

## Ekonomisk aktivitet

I hela världen påverkas den ekonomiska aktiviteten av hög inflation, stramare finansieringsförhållanden och kvardröjande motverkande faktorer på utbudssidan. Enkätuppgifter visar på en brett baserad inbromsning i den ekonomiska aktiviteten. Enligt de makroekonomiska prognoser av ECB-experter från september 2022 är de globala tillväxtutsikterna dämpade och global real BNP (exklusive euroområdet) beräknas öka med 2,9 procent 2022, 3,0 procent 2023 och 3,4 procent 2024. Dessa utsikter är svagare än vad som angavs i de makroekonomiska prognoserna från Eurosystemets experter i juni 2022 och implicerar att den globala ekonomin kommer att växa i en takt något under sitt långsiktiga genomsnitt i år och nästa år när den ekonomiska tillväxten mattas av i både utvecklade ekonomier och tillväxtekonomier. Svagare utsikter för efterfrågan och förbättrat utbud har bidragit till att dämpa trycket på försörjningskedjan, som dock alltjämt kvarstår. Utsikterna för den globala handeln och den utländska efterfrågan på export från euroområdet har också försämrats jämfört med prognoserna i juni, vilket är i linje med utsikterna för den globala tillväxten. Det globala inflationstrycket är omfattande och ligger på en hög nivå i ett läge med kraftigt höjda råvarupriser, kvardröjande utbudsbegränsningar, en fortsatt relativt robust efterfrågan och strama arbetsmarknader. Detta tryck väntas dock minska i takt med att råvarumarknaderna stabiliseras och tillväxten försvagas. I ett läge med hög osäkerhet ligger riskbilden i dessa prognoser på nedåtsidan vad gäller global tillväxt och på uppåtsidan för global inflation.

Den ekonomiska tillväxten i euroområdet ökade med 0,8 procent under det andra kvartalet 2022, främst på grund av en stark konsumtion av kontaktintensiva tjänster sedan de pandemirelaterade restriktionerna har hävts. Under sommaren ökade resandet, vilket särskilt gynnade länder med stor turistsektor. Samtidigt drabbades företagen av höga energikostnader och fortsatta flaskhalsar på utbudssidan, även om flaskhalsarna gradvis har lättat. Under tredje kvartalet har den ekonomiska tillväxten visserligen fått stöd av en omfattande turism, men ECB-rådet räknar med att ekonomin kommer att bromsa in kraftigt under resten av året. Det finns fyra huvudsakliga skäl till detta: 1) Den höga inflationen dämpar konsumtionen och produktionen i hela ekonomin och dessa motverkande faktorer stärks av störningar i gasleveranser. 2) Den starka återhämtning i efterfrågan på tjänster som var en följd av återöppnandet av ekonomin kommer att tappa fart under de kommande månaderna. 3) Den försvagade globala efterfrågan, även inom ramen för en stramare penningpolitik i många större ekonomier, kommer liksom det försämrade bytesförhållandet att ge minskat stöd åt euroområdets ekonomi. 4) Osäkerheten är fortsatt hög och framtidstron sjunker kraftigt. Samtidigt är arbetsmarknaden fortsatt robust, vilket stöder den ekonomiska aktiviteten. Sysselsättningen ökade med mer än 600 000 personer under andra kvartalet 2022 och arbetslösheten låg på en historiskt låg nivå, 6,6 procent, i juli. Det totala antalet arbetade timmar ökade ytterligare, med 0,6 procent, under det andra kvartalet 2022 och ligger nu högre än före pandemin. Sett framöver kommer avmattningen i ekonomin sannolikt att leda till något högre arbetslöshetstal.

Grundscenariot för euroområdet i de makroekonomiska prognoserna av ECB-experter från september 2022 bygger på antagandet att efterfrågan på gas kommer

att dämpas av höga priser och preventiva energibesparande åtgärder (till följd av EU:s nya överenskommelse om att minska efterfrågan på gas med upp till 15 procent) och att ingen större gasransonering kommer att behövas. Inte desto mindre väntas under vintern vissa produktionsminskningar bli nödvändiga i länder som är starkt beroende av import av rysk naturgas och som riskerar att få ett leveransbortfall. Flaskhalsarna på utbudssidan har under senare tid minskat något snabbare än väntat. De fortsätter dock att tynga aktiviteten och ser endast ut att gradvis försvinna. Trots mindre gynnsamma finansieringsförhållanden väntas tillväxten återhämta sig på medellång sikt i takt med att energimarknaden åter kommer i balans, osäkerheten minskar, flaskhalsarna på utbudssidan försvinner och realinkomsterna förbättras. Arbetsmarknaden antas bli svagare när den ekonomiska aktiviteten mattas, men torde överlag vara fortsatt ganska motståndskraftig. Enligt prognoserna från ECB:s experter i september 2022 väntas real BNP-tillväxt på årsbasis i genomsnitt ligga på 3,1 procent 2022 för att sedan sjunka markant till 0,9 procent 2023 och återhämta sig till 1,9 procent 2024. Jämfört med prognoserna från Eurosystemets experter i juni 2022 har utsikterna för BNP-tillväxten uppreviderats med 0,3 procentenheter för 2022 efter positiva överraskningar under första halvåret, och nedreviderats med 1,2 procentenheter för 2023 och med 0,2 procentenheter för 2024, främst till följd av effekterna av störningar i energiförsörjningen, högre inflation och därmed sammanhängande svagare framtidstro.

Enligt prognoserna från ECB:s experter i september 2022 väntas euroområdet bli stadigt bättre under perioden fram till 2024, om än något mindre än vad som förutsågs i prognoserna i juni. De finanspolitiska prognoserna omges dock fortfarande av stor osäkerhet, främst kopplat till kriget i Ukraina och utvecklingen på energimarknaderna, vilket kan leda till nya statliga finanspolitiska stimulansåtgärder. Sådana stödåtgärder har till stor del inriktats på att motverka stigande levnadsomkostnader för konsumenter, särskilt vad gäller energi. Finansieringen av ny försvarskapacitet och stöd till flyktingar från Rysslands krig i Ukraina har också varit en faktor här. Underskottet i de offentliga finanserna i euroområdet väntas dock fortsätta att minska, en nedgång från 5,1 procent av BNP 2021 till 3,8 procent 2022 och ytterligare till 2,7 procent i slutet av prognosperioden. Efter kraftiga finanspolitiska lättnader som respons på coronakrisen 2020 (covid-19) gjordes en finanspolitisk åtstramning förra året. Finanspolitiken väntas fortsätta stramas åt något, särskilt under 2023, och sedan vara neutral 2024. Mot bakgrund av förhöjd osäkerhet och nedåtrisker i de ekonomiska utsikterna till följd av kriget i Ukraina, samt även p.g.a. stigande energipriser och fortsatta leveranskedjestörningar rekommenderade Europeiska kommissionen den 23 maj 2022 att förlänga den generella undantagsregeln i stabilitets- och tillväxtpakten t.o.m. slutet av 2023. Detta skulle göra det möjligt att vidta finanspolitiska ändringar allteftersom förhållandena ändras. I ett läge då budgetbalanserna fortfarande är högre än före pandemin och inflationen ligger på exceptionellt höga nivåer måste samtidigt finanspolitiken vara ännu mer genomtänkt och riktad för att undvika att förorsaka ytterligare medelfristigt inflationstryck samtidigt som den säkrar finanspolitisk hållbarhet på medellång sikt.

Finanspolitiska stödåtgärder i syfte att dämpa effekterna av högre energipriser bör vara temporära och inriktas på de mest sårbara hushållen och företagen. På så vis kan risken för ökat inflationstryck begränsas, effektiviteten i de offentliga utgifterna

förbättras och skuldnivåerna hållas på hållbara nivåer. Strukturpolitiken bör inriktas på att höja euroområdet tillväxtpotential och stärka dess motståndskraft.

## Inflation

Inflationen steg ytterligare till 9,1 procent i augusti. Energiinflationen låg fortsatt på en extremt hög nivå, 38,3 procent, och var återigen den dominerande komponenten i den totala inflationen. Marknadsbaserade indikatorer pekar mot att oljepriserna kommer att dämpas på kort sikt, medan grossistpriserna på gas ligger kvar på ovanligt höga nivåer. Livsmedelsinflationen steg också i augusti, till 10,6 procent, vilket till viss del återspeglar högre insatskostnader kopplade till energi, störningar i handeln med livsmedelsråvaror och negativa väderförhållanden. Flaskhalsar på utbudssidan har visserligen lättat, men fortsätter att gradvis slå igenom i konsumentpriserna och ger liksom den ökande efterfrågan i tjänstesektorn ett uppåtttryck på inflationen. Även eurons depreciering har bidragit till att bygga upp inflationstrycket. Pristryck förekommer i allt fler sektorer, delvis beroende på effekten av höga energikostnader i hela ekonomin. Måtten på underliggande inflation ligger således fortsatt kvar på höga nivåer och enligt de senaste prognoserna når inflationen exklusive livsmedel och energi 3,9 procent 2022, 3,4 procent 2023 och 2,3 procent 2024. Motståndskraftiga arbetsmarknader och viss upphämtning för att kompensera för högre inflation kommer sannolikt att stödja lönetillväxten. Nya uppgifter och den senaste tidens löneavtal indikerar samtidigt att lönedynamiken totalt sett är begränsad. De flesta mått på långfristiga inflationsförväntningar ligger i nuläget på runt 2 procent, även om den senaste tidens revideringar över målet behöver följas noggrant.

Inflationen fortsätter att stiga mot bakgrund av ytterligare stora utbudsschocker, som slår igenom i konsumentpriserna i snabbare takt än tidigare. Enligt ECB:s makroekonomiska prognoser från september 2022 väntas den totala HIKP-inflationen ligga kvar över 9 procent under resten av 2022 på grund av extremt höga priser på energi och livsmedelsråvaror samt uppåttriktat tryck från ekonomins återöppnande, försörjningsbrist och strama arbetsmarknader. Den förväntade inflationsnedgången från ett genomsnitt på 8,1 procent 2022 till 5,5 procent 2023 och 2,3 procent 2024 återspeglar främst en kraftig nedgång i energi- och livsmedelsinflationen som resultat av negativa baseffekter och en förmodad nedgång i råvarupriserna i linje med terminspriserna. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel bedöms ligga kvar på aldrig tidigare skådade höga nivåer fram till mitten av 2023. Dessa nivåer väntas därefter sjunka i takt med att effekterna av ekonomins återöppnande avtar och flaskhalsarna på utbudssidan och trycket på energiinsatskostnaderna lättar. Den totala inflationen väntas ligga kvar över ECB:s mål på 2 procent 2024. Detta beror på eftersläpande effekter av höga energipriser på de icke energirelaterade inflationskomponenterna, den senaste tidens depreciering av euron, robusta arbetsmarknader samt även på vissa effekter av inflationskompenserade löner, vilka väntas öka betydligt över de historiska genomsnitten. Jämfört med prognoserna från Eurosystemets experter i juni 2022 har den totala inflationen kraftigt uppreviderats för 2022 (1,3 procentenheter) och 2023 (2,0 procentenheter) samt något för 2024 (0,2 procentenheter), vilket återspeglar den senaste tidens överraskande data,

dramatiska öknningar i antagandena om grossistpriser på gas och el, starkare löneutveckling och den senaste tidens depreciering av euron. Dessa effekter uppvägde mer än väl den nedåtriktade påverkan av den senaste tidens prisnedgång för livsmedelsråvaror, flaskhalsarna på utbudssidan som varit mindre kraftiga än beräknat samt de svagare tillväxtutsikterna.

## Riskbedömning

Med inbromsningen i den globala ekonomin ligger tillväxtriskerna främst på nedsidan, särskilt på kort sikt. Som återspeglas i prognosernas nedåtsscenario utgör ett långvarigt krig i Ukraina alltså en betydande tillväxtrisk, framför allt om företag och hushåll ställs inför en energiransonering. I så fall skulle tillförsikten kunna försämrats ytterligare och begränsningarna på utbudssidan åter kunna förvärras. Energi- och livsmedelskostnader kan ligga kvar på höga nivåer längre än väntat. Om de globala ekonomiska utsikterna försämrats ytterligare, skulle den utländska efterfrågan från euroområdet kunna dämpas ännu mer.

Riskerna för inflationsutvecklingen ligger framför allt på uppsidan. Den största risken på kort sikt är liksom på tillväxtsidan ytterligare störningar i energiförsörjningen. På medellång sikt kan inflationen bli högre än väntat till följd av en varaktigt försämrad produktionskapacitet i euroområdets ekonomi, fortsatt stigande energi- och livsmedelspriser, inflationsförväntningar som överstiger ECB-rådets mål eller högre löneökningar än beräknat. Skulle däremot energikostnaderna sjunka eller efterfrågan försvagas på medellång sikt leder detta till lägre pristryck.

## Finansiella och monetära förhållanden

Marknadsräntorna har stigit i avvaktan på ytterligare penningpolitisk normalisering och som reaktion på inflationsutsikterna. Företagslånen har blivit dyrare under de senaste månaderna och bankernas utlåningsräntor till hushåll är nu de högsta på över fem år. Räknat i volym har bankerna hittills en fortsatt stark företagsutlåning, vilket till viss del återspeglar företagets behov av att finansiera höga produktionskostnader samt lagerstockar. Bolånen till hushåll dämpas till följd av åtstramad lånevillkor, stigande lånekostnader och svagt konsumentförtroende.

## Penningpolitiska beslut

Baserat på sin aktuella bedömning beslutade ECB-rådet att höja ECB:s tre styrräntor med 75 punkter. Följaktligen höjdes räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna samt räntorna på marginalutlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten till 1,25 procent, 1,50 procent respektive 0,75 procent fr.o.m. den 14 september 2022. Detta stora steg tidigarelägger övergången från mycket ackommoderande styrräntor till nivåer som ska säkerställa att inflationen inom rimlig tid återgår till

ECB-rådets medelfristiga tvåprocentsmål. ECB-rådet fattade detta beslut och räknar med att ytterligare höja räntorna, eftersom inflationen fortfarande är alldeles för hög och sannolikt ligger kvar över målet under en längre tid. Kommande styrräntebeslut kommer att vara fortsatt databeroende och fastställas vid varje sammanträde.

Sedan räntan på inlåningsfaciliteten har höjts över noll behövs inte längre det tvåledade systemet för reserversättning. Vid sitt möte den 8 september 2022 beslutade ECB-rådet därför att tillfälligt upphäva det tvåledade systemet genom att sätta multiplikatorn till noll.

ECB-rådet avser fortsätta att fullt ut återinvestera förfall av värdepapper som förvärvats inom ramen för APP-programmet under en längre tidsperiod efter det datum när höjningar av ECB:s styrräntor inleddes, och i varje fall så länge det är nödvändigt för att bibehålla tillräckliga likviditetsvillkor och en lämplig penningpolitisk inriktning. Vad gäller PEPP 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 så att den inte inverkar på en lämplig penningpolitisk inriktning. Förfall i PEPP-programmet återinvesteras på ett flexibelt vis i syfte att motverka risker mot den penningpolitiska transmissionsmekanismen relaterade till pandemin.

ECB-rådet kommer att fortsätta övervaka bankernas finansieringsförhållanden och säkerställa att förfall av transaktioner i den tredje serien av riktade långfristiga transaktioner (TLTRO-III) inte hindrar en smidig transmission av penningpolitiken. ECB-rådet kommer även regelbundet att granska hur riktade utlåningstransaktioner bidrar till den penningpolitiska inriktningen.

För att upprätthålla en effektiv penningpolitisk transmission och säkerställa en fungerande marknad beslutade ECB-rådet den 8 september 2022 att temporärt ta bort räntetaket på 0 procent för förräntningen av inlåning från staten. Taket ska i stället temporärt följa Eurosystemets ränta på inlåningsfaciliteten eller den korta euroräntan (€STR), beroende på vilket som är lägst, även vid en positiv ränta på inlåningsfaciliteten. Denna åtgärd är tänkt att gälla fram till den 30 april 2023. Genom denna ändring förhindras hastiga utflöden av inlåning till marknaden i ett läge när vissa segment av euroområdet repomarknader visar tecken på avsaknad av säkerheter och möjliggör en ingående bedömning av hur penningmarknaderna anpassar sig till återgången till positiva räntor.

ECB-rådet står redo att, inom ramen för sitt mandat, vid behov justera alla sina instrument så att inflationen stabiliseras på tvåprocentsmålet på medellång sikt. Instrumentet för transmissionsskydd finns tillgängligt för att motverka obefogade, störande marknadskrafter som utgör ett allvarligt hot mot den penningpolitiska transmissionen och möjliggör 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 7 september 2022.

ISSN 2363-3646 (webb)  
EU catalogue no QB-BQ-22-006-SV-N