

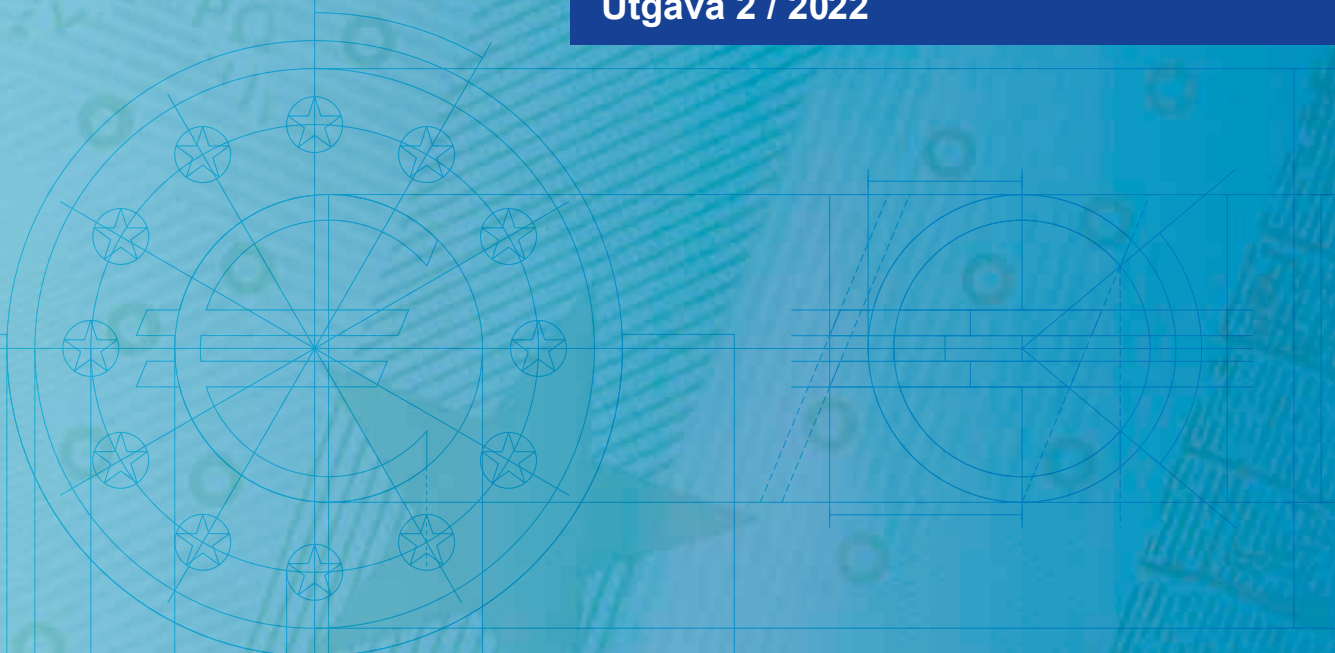


EUROPEISKA CENTRALBANKEN  
EUROSYSTEMET

# Ekonomisk rapport

## Översikt

Utgåva 2 / 2022



# Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

## Översikt

Hög inflation är en stor utmaning för alla. ECB-rådet kommer att se till att inflationen återgår till tvåprocentmålet på medellång sikt.

I maj steg inflationen åter kraftigt, främst beroende på prisökningar på energi och livsmedel som också berodde på kriget i Ukraina. Men inflationstrycket har breddats och intensifierats och priserna på många varor och tjänster har stigit rejält. De grundscenarier som Eurosystemets experter tar fram har uppreviderats betydligt. Deras prognoser tyder på att inflationen kommer att vara oönskat hög under en tid framöver. Dock torde en avmattning i energikostnader, lättnader i utbuds-begränsningar till följd av pandemin och en normalisering av penningpolitiken leda till att inflationen sjunker. Eurosystemets prognoser för euroområdet i juni 2022 förutspår en årlig inflation på 6,8 procent 2022, som därefter beräknas sjunka till 3,5 procent 2023 och till 2,1 procent 2024 – högre än prognoserna i mars. Detta innebär att den totala inflationen i slutet av prognosperioden beräknas ligga något över ECB:s mål. Inflation exkl. livsmedel och energi förväntas i genomsnitt ligga på 3,3 procent 2022, 2,8 procent 2023 och 2,3 procent 2024, vilket också är högre än i marsprognoserna.

Kriget mellan Ryssland och Ukraina har en fortsatt negativ inverkan på ekonomin i och utanför Europa: den stör handeln, leder till materialbrist och driver upp priserna på energi och råvaror. Dessa faktorer kommer fortsatt att tynga förtroendet samt dämpa tillväxten, särskilt under den närmaste tiden. Förutsättningarna för att ekonomin ska fortsätta att växa finns dock i och med det fortsatta återöppnandet av ekonomin, en stark arbetsmarknad, finanspolitiskt stöd samt det sparande som byggts upp under pandemin. När väl de nuvarande motvindarna avtar väntas den ekonomiska aktiviteten åter ta fart. Dessa utsikter återspeglas också i stort sett i Eurosystemets experters makroekonomiska prognoser, vilka förutspår en årlig real BNP-tillväxt på 2,8 procent 2022, 2,1 procent 2023 och 2,1 procent 2024. Jämfört med prognoserna i mars har utsikterna nedreviderats betydligt för 2022 och 2023, medan de har uppreviderats för 2024.

Baserat på denna uppdaterade bedömning beslutade ECB-rådet att vidta ytterligare åtgärder för att normalisera sin penningpolitik. Under denna process kommer ECB-rådet att bibehålla handlingsutrymme, databeroende, möjlighet att agera gradvis och flexibilitet i penningpolitiken.

För det första har ECB-rådet beslutat att avsluta nettoköpen av tillgångar inom APP-programmet (programmet för köp av tillgångar) fr.o.m. den 1 juli 2022. ECB-rådet avser fortsätta att fullt ut återinvestera förfall av värdepapper som förvärvats inom ramen för APP under en längre tidsperiod efter det datum när höjningar av

ECB:s styrräntor inletts, och i varje fall så länge det är nödvändigt för att upprätthålla god likviditet och en lämplig penningpolitisk inriktning.

För det andra har ECB-rådet gjort en noggrann granskning av de förutsättningar som enligt den framåtblickande vägledningen bör uppfyllas innan ECB börjar höja styrräntorna. Som ett resultat av denna granskning drog ECB-rådet slutsatsen att dessa förutsättningar nu är uppfyllda. Följaktligen, och i linje med sin penningpolitiska ordning, avser ECB-rådet att höja styrräntorna med 25 räntepunkter vid sitt penningpolitiska sammanträde i juli. Man räknar även med en ny höjning av ECB:s styrräntor i september. Kalibreringen av denna räntehöjning kommer att vara avhängig av de uppdaterade inflationsutsikterna för medellång sikt. Skulle de medelfristiga inflationsutsikterna kvarstå eller försämrats kommer ett större steg att vara lämpligt i september.

För det tredje räknar ECB-rådet, baserat på sin aktuella bedömning, att det kan vara lämpligt med en gradvis men ihållande bana med ytterligare räntehöjningar. I linje med sitt medelfristiga tvåprocentmål kommer den takt med vilken ECB-rådet justerar sin penningpolitik att bero på inkommande data och på hur det bedömer att inflationen kommer att utvecklas på medellång sikt.

Inom ramen för ECB-rådets mandat kommer under stressade förhållanden flexibilitet att vara ett fortsatt inslag i penningpolitiken närhelst hot mot den penningpolitiska transmissionen skulle kunna äventyra möjligheten att uppnå prisstabilitet.

## Ekonomisk aktivitet

De ekonomiska konsekvenserna av Rysslands invasion av Ukraina och de nya nedstängningarna i Kina innebär två kraftiga motvindar för den globala tillväxten på kort sikt. Enkätindikatorer bekräftar att den globala aktiviteten dämpas. Efter en kort tid av lättnader tidigare i år sätter störningar i den ekonomiska aktiviteten i Asien samt kriget i Ukraina press på de globala leveranskedjorna. Störningar i leveranskedjor och på råvarumarknader driver upp inflationen i ett läge med allt starkare belägg för att inflationstrycket breddas och intensifieras. Ökande inflationstryck är också tydligt i och med stigande exportpriser för euroområdet konkurrenter. Råvarupriserna är fortsatt volatila och föremål för utbudsrisker, medan finansieringsförhållandena har stramats åt. Att de globala finansieringsförhållandena har stramats åt återspeglar den penningpolitiska normaliseringen, fallande priser på mer riskfyllda tillgångar och stigande avkastningsräntor. Följaktligen visar Eurosystemets makroekonomiska prognoser i juni 2022 på att global real BNP (exklusive euroområdet) beräknas öka med 3,0 procent 2022, 3,4 procent 2023 och med 3,6 procent 2024 – en svagare tillväxtbana än i marsprognoserna. De två viktigaste motvindarna väntas på kort sikt kraftigt tynga handeln men effekterna väntas därefter upplösas. Den beräknade ökningen av utländsk efterfrågan på export från euroområdet är mer dämpad och har nedreviderats betydligt mer än den för världsimporten, eftersom europeiska länder utanför euroområdet med tätare ekonomiska förbindelser till Ryssland och Ukraina påverkas mer av de ekonomiska chocker som invasionen har utlöst. I ett läge med

förhöjd osäkerhet ligger riskbilden i dessa prognoser tydligt på nedåtsidan vad gäller tillväxt och på uppåtsidan för inflation.

Rysslands krig mot Ukraina får allvarliga effekter på ekonomin i euroområdet och utsikterna omgärdas fortfarande av hög osäkerhet. Förutsättningarna finns dock för att ekonomin ska fortsätta att växa och återhämta sig ytterligare på medellång sikt. På kort sikt räknar ECB-rådet med att aktiviteten kommer att hämmas av höga energikostnader, försämrade bytesförhållanden, större osäkerhet och de negativa effekterna av den höga inflationen på disponibla inkomster. Kriget i Ukraina och nya pandemirestriktioner i Kina har åter förvärrat flaskhalsarna på utbudssidan. Som resultat drabbas företagen av högre kostnader och störningar i sina leveranskedjor och sämre produktionsutsikter.

Trots ett bättre utfall än väntat 2021 har utsikterna för euroområdets budgetsaldo försämrats kraftigt sedan ECB:s makroekonomiska prognoser färdigställdes i mars 2022. De försämrade utsikterna hänger samman med en konjunkturavmattning, förväntat högre räntekostnader och diskretionära offentliga utgifter. Finanspolitiska stödåtgärder har satts in särskilt för att motverka stigande levnadskostnader för konsumenter men också för att finansiera försvaret och för att ge stöd åt krigs-flyktingar från Ukraina. Enligt Eurosystemets makroekonomiska prognoser i juni 2022 väntas dock underskottet i de offentliga finanserna i euroområdet fortsätta att minska – från 5,1 procent av BNP 2021 till 3,8 procent 2022 och ytterligare till 2,4 procent i slutet av prognosperioden. Efter kraftiga lättnader under coronakrisen 2020 gjordes en finanspolitisk åtstramning förra året och ytterligare åtstramningar väntas ske gradvis 2022 och 2023. Under 2022 väntas en viss åtstramning huvudsakligen till följd av att en betydande del av krisstödet till pandemin har upphört. Detta kommer bara delvis att uppvägas av andra stimulansåtgärder som respons på energiprischocker och andra utgifter relaterade till kriget mellan Ryssland och Ukraina. Den finanspolitiska åtstramningen väntas bli något starkare 2023 när många av de senaste kompensationsåtgärderna för effekterna av högre energipriser löper ut. En mer neutral inriktning är vänta under 2024, även om ekonomin, jämfört med tiden före pandemin, fortsatt tillförs betydande finanspolitiskt stöd.

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 budgetobalanserna fortfarande är högre än före pandemin och inflationen är på exceptionellt höga nivåer måste samtidigt finanspolitiken vara ännu mer genomtänkt och riktad för att inte förorsaka ytterligare medelfristigt inflationstryck samtidigt som den säkrar finanspolitisk hållbarhet på medellång sikt.

Finanspolitiska åtgärder bidrar till att dämpa krigets effekter. Riktade och temporära budgetåtgärder skyddar de människor som drabbas hårdast av högre energipriser och begränsar samtidigt risken för ytterligare inflationstryck. Den snabba implementeringen av investerings- och strukturreformplanerna i NGEU-programmet,

55 %-paketet och planen REPowerEU skulle också hjälpa ekonomin i euroområdet att växa snabbare på ett hållbart vis och bli mer motståndskraftig mot globala chocker.

Det finns även faktorer som stöder ekonomisk aktivitet och dessa förväntas bli allt starkare under de kommande månaderna. Återöppningen av de sektorer som var mest påverkade av pandemin och ett starkt arbetsmarknadsläge med fler människor i arbete fortsätter att bidra till att stärka intäkter och konsumtion. Vidare utgör det sparande som ackumulerades under pandemin en buffert. Grundscenariot i Eurosystemets makroekonomiska prognoser i juni 2022 bygger på antagandena att de nuvarande sanktionerna mot Ryssland ligger kvar under hela prognosperioden (inbegripet EU:s oljeembargo), att krigets intensiva fas fortsätter fram till årets slut utan ytterligare upptrappning, att störningar i energiförsörjningen inte leder till några ransoneringar i euroländerna samt att flaskhalsarna på utbudssidan gradvis löses upp fram till slutet av 2023. Allt detta innebär mycket svagare (om än fortsatt positiva) tillväxtutsikter på kort sikt, med motvindar som avtar efter 2022 och en tillväxt på medellång sikt något över historiska genomsnitt. Detta återspeglar en gradvis återhämtning från de ekonomiska konsekvenserna av pandemin och avtagande negativ effekt av kriget i ett läge med överlag stabila arbetsmarknader. Enligt Eurosystemets makroekonomiska prognoser i juni 2022 väntas euroområdets reala BNP öka med i genomsnitt 2,8 procent 2022 (varav 2,0 procentenheter avser överföringar från 2021) och med 2,1 procent både 2023 och 2024. Jämfört med ECB-experternas prognoser från mars 2022 har tillväxtutsikterna nedreviderats med 0,9 procentenheter för 2022 och med 0,7 procentenheter för 2023, främst p.g.a. den ekonomiska effekten av kriget i Ukraina, medan tillväxten 2024 har uppreviderats med 0,5 procentenheter, vilket återspeglar en återhämtning i aktiviteten när motvindarna avtar.

## Inflation

Inflationen steg ytterligare till 8,1 procent i maj. Trots statliga interventioner som har bidragit till att bromsa in energiinflationen låg energipriserna 39,2 procent över fjolårets nivåer. Marknadsbaserade indikatorer tyder på att globala energipriser kommer att vara fortsatt höga under den närmaste tiden men därefter dämpas något. Livsmedelspriserna steg med 7,5 procent i maj, vilket delvis speglar hur viktiga Ukraina och Ryssland är som globala producenter av jordbruksprodukter. Nya flaskhalsar på utbudssidan och större efterfrågan på inhemska marknader, framför allt inom tjänstesektorn, har också lett till kraftiga prisökningar i takt med att euroområdets ekonomi åter öppnat upp. Prisökningar har breddats ytterligare inom olika sektorer. Följaktligen har måtten på underliggande inflation stigit mer. Arbetsmarknadsläget fortsätter att förbättras, med arbetslösheten kvar på en historiskt låg nivå i april: 6,8 procent. Lediga vakanser i många olika sektorer signalerar att det råder kraftig efterfrågan på arbetskraft. Lönstillväxten, inbegripet i framåtblickande indikatorer, har börjat ta fart. Med tiden bör en starkare ekonomi och vissa upphämtningseffekter främja snabbare lönetillväxt. De flesta mått på långsiktiga inflationsförväntningar, härledda från finansiella marknader och expertenkäter, ligger runt 2 procent men inledande tecken på revideringar över målen i dessa mått behöver följas noga.

Efter inflationsuppgången i början av 2022 visar utsikterna på högre och mer ihållande inflation. Den totala HIKP-inflationen väntas förbli mycket hög under större delen av 2022 och i genomsnitt ligga på 6,8 procent, för att från och med 2023 gradvis avta och konvergera mot ECB:s inflationsmål under andra halvåret 2024. Pristrycket kommer att förbli exceptionellt högt under den närmaste tiden p.g.a. höga olje- och gaspriser och prisökningar på livsmedelsråvaror, vilka påverkats starkt av kriget i Ukraina, samt även beroende på effekterna av ekonomins återöppnande och den globala utbudsbristen. Den förväntade inflationsnedgången till 3,5 procent 2023 och 2,1 procent 2024 återspeglar i huvudsak antagandet att det blir lättnader i energi- och livsmedelspriserna i avsaknad av ytterligare chocker, vilket är inbäddat i terminspriserna. Dessutom kommer den fortsatta normaliseringen av penningpolitiken, i den mån den återspeglas i antaganden om högre räntor (i linje med marknadens förväntningar), att bidra till att inflationen dämpas, men med den normala tidsfördröjningen i transmissionsmekanismen. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel kommer att förbli mycket hög fram till slutet av 2022, men väntas därefter avta när uppåttrycket från återöppnandet av ekonomin klingar av och flaskhalsarna på utbudssidan och trycket på energiinsatskostnader minskar. Den pågående ekonomiska återhämtningen, stramare arbetsmarknader och vissa kompenationseffekter för högre inflation på lönerna – som väntas öka betydligt över de historiska genomsnitten – implicerar en hög underliggande inflation fram till slutet av prognosperioden, även om grundscenariot utgår från att inflationsförväntningarna på längre sikt förblir väl förankrade. Jämfört med ECB:s prognoser från mars 2022 har inflationen uppreviderats kraftigt. Detta återspeglar nya överraskande data: högre priser på energi- och livsmedelsråvaror, mer ihållande uppåttryck till följd av leveransstörningar, starkare lönetillväxt och deprecieringen av eurons växelkurs. Dessa effekter mer än uppvägde den nedåtriktade effekten av de ökade ränteantagandena och de svagare tillväxtutsikterna.

## Riskbedömning

ECB-rådet gör bedömningen att de risker som härrör från pandemin har avtagit men att kriget i Ukraina fortsätter att utgöra en kraftig nedåtrisk för tillväxt. En mycket kraftig risk skulle vara om det uppstår en ytterligare störning i energiförsörjningen till euroområdet, vilket återspeglas i nedåtscenariot i våra expertprognoser. Skulle kriget eskalera är det möjligt att det ekonomiska stämningläget kan försämrans, inskränkningar på utbudssidan öka och energi- och livsmedelspriser ligga kvar på höga nivåer längre än väntat. Inflationsriskerna ligger framför allt på uppsidan. Inflationsriskerna på medellång sikt inbegriper en varaktigt försämrad produktionskapacitet i euroområdets ekonomi, ihållande höga energi- och livsmedelspriser, inflationsförväntningar över ECB:s mål samt högre löneökningar än väntat. Skulle däremot efterfrågan försvagas på medellång sikt leder detta till lägre pristryck.

## Finansiella och monetära förhållanden

Marknadsräntorna har stigit som reaktion på att utsikterna för inflation och penningpolitik har förändrats. I och med att referensräntorna har stigit har bankers finansieringskostnader ökat, vilket i sin tur innebär högre utlåningsräntor, särskilt för hushåll. Utlåningen till företag tog dock fart i mars. Detta berodde på företagets fortsatta finansieringsbehov för rörelsekapital och investeringar p.g.a. ökande produktionskostnader, ihållande flaskhalsar på utbudssidan och lägre utnyttjande av marknadsfinansiering. Utlåningen till hushåll ökade också, vilket återspeglar fortsatt kraftig efterfrågan på bolån.

I linje med sin penningpolitiska strategi gör ECB-rådet två gånger om året en ingående bedömning av samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Tillståndet för finansiell stabilitet har försämrats sedan den senaste granskningen i december 2021, särskilt på kort sikt. Framför allt skulle lägre tillväxt, stigande kostnadstryck samt även ökningarna i både riskfria räntor och räntor på statsobligationer kunna leda till en ytterligare försämring i finansieringsförhållandena för låntagarna. Samtidigt kan stramare finansieringsförhållanden minska vissa befintliga sårbarheter för den finansiella stabiliteten på medellång sikt. Banker som inledde året med solida kapitalpositioner och förbättrad tillgångskvalitet står nu inför större kreditrisker. ECB-rådet kommer att noga följa dessa faktorer. I vilket fall som hur som helst är makrotillsynen fortsatt den främsta försvarslinjen för att upprätthålla finansiell stabilitet och bemöta medelfristiga sårbarheter.

## Penningpolitiska beslut

Baserat på sin uppdaterade bedömning beslutade ECB-rådet att upphöra med nettoköpen av tillgångar inom ramen för APP från och med den 1 juli 2022. ECB-rådet avser fortsätta att fullt ut återinvestera förfall av värdepapper som förvärvats inom ramen för APP under en längre tidsperiod efter det datum när höjningar av ECB:s styrräntor inletts, och i varje fall så länge det är nödvändigt för att upprätthålla god likviditet och en lämplig penningpolitisk inriktning.

Vad gäller PEPP (stödprogrammet föranlett av pandemin) avser ECB-rådet avser 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.

För det fall att fragmentering till följd av pandemin åter skulle uppstå kan närhelst det behövs PEPP-återinvesteringar på ett flexibelt vis justeras över tid, tillgångsklasser och jurisdiktioner. Detta kan innebära förvärv av obligationer utgivna av Republiken Grekland över och utöver överrullning av inlösen i syfte att undvika avbrott i förvärv i den jurisdiktionen, vilket skulle kunna motverka den penningpolitiska transmissionen till den grekiska ekonomin som håller på att återhämta sig från följderna av pandemin. Nettoköp inom PEPP kan återupptas om det skulle bli nödvändigt för att motverka negativa chocker relaterade till pandemin.



ECB-rådet har gjort en noggrann granskning av de förutsättningarna, som enligt den framåtblickande vägledningen bör uppfyllas innan styrräntorna börjar höjas. Som ett resultat av denna granskning drog ECB-rådet slutsatsen att dessa förutsättningar nu är uppfyllda.

Följaktligen, och i linje med sin penningpolitiska ordning, avser ECB-rådet att höja styrräntorna med 25 räntepunkter vid sitt penningpolitiska sammanträde i juli. Fram till dess beslutade ECB-rådet att räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på utlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten ska vara oförändrade på 0,00 procent, 0,25 procent respektive -0,50 procent.

ECB räknar också med att senare på nytt höja styrräntorna i september. Kalibreringen av denna räntehöjning kommer att vara avhängig av de uppdaterade inflationsutsikterna för medellång sikt. Skulle de medelfristiga inflationsutsikterna kvarstå eller försämrats kommer ett större steg att vara lämpligt i september.

Efter september, och baserat på sin aktuella bedömning, räknar ECB-rådet med att en gradvis men ihållande bana med ytterligare räntehöjningar kan vara lämplig. I linje med ECB-rådets medelfristiga tvåprocentsmål kommer den takt med vilken en penningpolitisk justering görs kommer att bero på inkommande data och på den bedömda inflationsutvecklingen på medellång sikt.

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. Som tidigare tillkännagetts kommer de speciella villkor som är tillämpliga inom TLTRO-III att upphöra den 23 juni 2022.

ECB-rådet står redo att vid behov justera alla sina instrument för att säkerställa att inflationen stabiliseras på tvåprocentsmålet på medellång sikt. Pandemin har visat att när det råder stressade förhållanden har flexibilitet i utformning och genomförande av tillgångsköp bidragit till att motverka försvagad transmission av penningpolitiken och gjort ECB-rådets ansträngningar att nå sina mål mer effektiva. Inom ramen för ECB:s mandat kommer flexibilitet under stressade förhållanden att fortsatt vara ett viktigt element i penningpolitiken närhelst hot mot den penningpolitiska transmissionen skulle kunna äventyra prisstabilitetsmålet.

Efter ett ad hoc-möte den 15 juni meddelade ECB-rådet också att det skulle tillämpa flexibilitet i återinvestering av uppkommande förfall i PEPP-portföljen i syfte att bevara funktionaliteten i den penningpolitiska transmissionsmekanismen, vilket är en förutsättning för att ECB ska kunna uppfylla sin uppgift att säkra prisstabilitet. Dessutom gav ECB-rådet de berörda kommittéerna i Eurosystemet i uppdrag att tillsammans med ECB accelerera färdigställandet av ett nytt antifragmenteringsinstrument för övervägande av ECB-rådet.



© **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 10 juni 2022.

ISSN 2363-3646 (webb)  
EU catalogue no QB-BQ-22-004-SV-N