

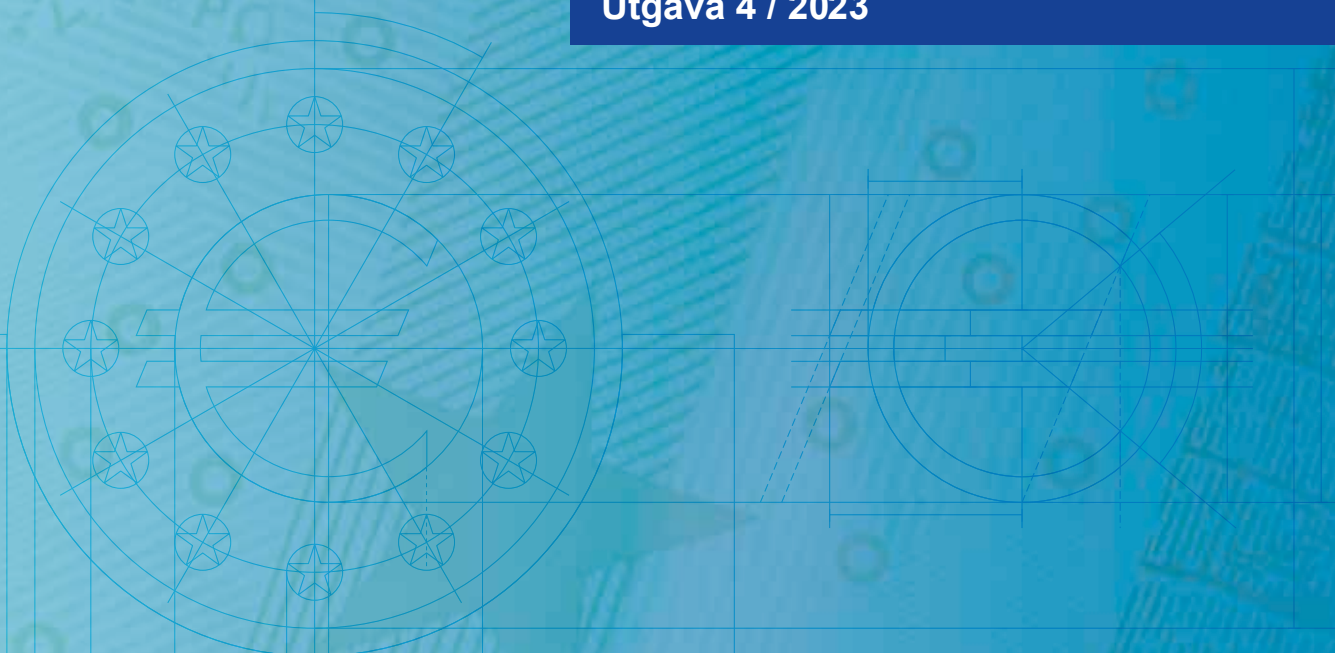


EUROPEISKA CENTRALBANKEN  
EUROSYSTEMET

# Ekonomisk rapport

## Översikt

Utgåva 4 / 2023



# Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

## Översikt

Inflationen har gått ner men beräknas förbli alltför hög under alltför lång tid. ECB-rådet är fast beslutet att se till att inflationen inom rimlig tid återgår till det medelfristiga tvåprocentsmålet. Vid sitt möte den 15 juni 2023 beslutade därför ECB-rådet att höja de tre styrräntorna med 25 punkter.

Räntehöjningarna återspeglar ECB-rådets uppdaterade bedömning av inflationsutsikterna, dynamiken i underliggande inflation och styrkan i den penningpolitiska transmissionen. Enligt de makroekonomiska prognoserna för euroområdet av Eurosystemets experter i juni 2023 beräknas den totala inflationen i genomsnitt landa på 5,4 procent 2023, 3,0 procent 2024 och 2,2 procent 2025. Indikatorerna för underliggande pristryck är fortsatt starka, även om vissa uppvisar preliminära tecken på att lätta. Prognoserna för inflation exklusive energi och livsmedel har uppreviderats, särskilt för innevarande och nästkommande år, p.g.a. tidigare överraskningar på uppåtsidan och den effekt som den robusta arbetsmarknaden har på disinflationstakten. Eurosystemets experter förutser nu att inflationen exklusive energi och livsmedel landar på 5,1 procent 2023, för att sedan gå ner till 3,0 procent 2024 och 2,3 procent 2025. Prognoserna för ekonomisk tillväxt har sänkts något för i år och nästa år. I prognoserna förutspås nu att ekonomin kommer att växa i en takt med 0,9 procent 2023, 1,5 procent 2024 och 1,6 procent 2025.

Samtidigt påverkar ECB-rådets tidigare räntehöjningar med kraft finansieringsvillkoren och får gradvis effekt i hela ekonomin. Lånekostnaderna har stigit kraftigt och lånetillväxten tappar fart. Stramare finansieringsvillkor är det viktigaste skälet till att inflationen bedöms gå ner ytterligare mot målet, i och med att de stramare finansieringsvillkoren i allt högre grad väntas dämpa efterfrågan.

ECB-rådets framtida beslut kommer att säkerställa att styrräntorna sätts på nivåer som är tillräckligt restriktiva under så lång tid som krävs för att inflationen inom rimlig tid återgår till det medelfristiga tvåprocentsmålet. ECB-rådet kommer att fortsätta att följa ett databeroende tillvägagångssätt för att fastställa vilken nivå som är lämplig och hur länge restriktionen ska bestå. Framför allt kommer räntebesluten även fortsättningsvis att baseras på bedömningen av inflationsutsikterna med beaktande av inkommande ekonomiska och finansiella data, dynamiken i underliggande inflation och styrkan i den penningpolitiska transmissionen.

ECB-rådet bekräftade att man skulle upphöra med återinvesteringar i APP-programmet (programmet för köp av tillgångar) fr.o.m. juli 2023.

## Ekonomisk aktivitet

Världsekonomin inledde 2023 starkare än det fjärde kvartalet 2022 tack vare att den kinesiska ekonomin åter öppnats upp och att arbetsmarknaderna i USA visade sig vara motståndskraftiga. Den globala aktiviteten drevs främst på genom tjänstesektorn, medan industriproduktionen förblev relativt dämpad. Följdverkningarna från problemen i den amerikanska banksektorn i början av mars ledde till en kort period av akut stress på de globala finansmarknaderna. Sedan dess har de flesta tillgångspriser återhämtat sig från förlusterna från den perioden, samtidigt som finansmarknadsaktörerna har nedreviderat sina förväntningar på den amerikanska centralbankens fortsatta penningpolitiska åtstramning. Kvardröjande osäkerhet bidrar dock till motvinden för den globala tillväxten, liksom den höga inflationen, och stramar åt finansieringsvillkoren och de geopolitiska spänningarna globalt. Av dessa anledningar var de globala tillväxt- och inflationsutsikterna i prognosen i juni 2023 i stort sett oförändrade jämfört med ECB:s makroekonomiska prognoser för euroområdet från mars 2023. Den blygsamma upprevideringen av den globala tillväxten 2023 beror främst på att efterfrågan i Kina ökade mer än väntat det första kvartalet, vilket dock delvis vägdes upp av de negativa effekterna från de stramare finansierings- och kreditvillkoren i USA och andra utvecklade ekonomier. Inflationsutsikterna har uppreviderats något för 2024 på grund av strama arbetsmarknader och löneökningar, som fortfarande är höga i de utvecklade ekonomierna, medan lägre råvarupriser är förklaringen till den blygsamma nedrevideringen av den förväntade inflationen för 2023. Världshandeln väntas växa i mycket lägre takt än real BNP i år, eftersom sammansättningen av den globala efterfrågan är mindre handelsintensiv än tidigare. Utsikterna för världshandeln har nedreviderats för 2023, men det beror främst på betydande negativa överhängseffekter från fjärde kvartalet 2022 och svagt utfall i större ekonomier under första kvartalet.

Den ekonomiska aktiviteten i euroområdet har stagnerat under de senaste månaderna. Precis som under det fjärde kvartalet förra året sjönk den med 0,1 procent under det första kvartalet 2023 som resultat av en minskning i både privat och offentlig konsumtion. Den ekonomiska tillväxten kommer troligen att förbli svag på kort sikt men stärkas under året när inflationen sjunker och leveransstörningarna fortsätter att lätta. Förhållandena varierar i olika sektorer av ekonomin: tillverkningssektorn fortsätter att försvagas, delvis beroende på lägre global efterfrågan och stramare finansieringsvillkor i euroområdet, medan tjänstesektorn går fortsatt starkt.

Arbetsmarknaden fortsätter att vara en styrkefaktor. Nästan en miljon arbetstillfällen tillkom under det första kvartalet i år och arbetslösheten var historiskt låg med 6,5 procent i april. Det genomsnittliga antalet arbetade timmar fortsatte också att öka, men ligger fortfarande något under nivåerna före pandemin.

Enligt prognoserna i juni 2023 väntas ekonomin återgå till tillväxt under de kommande kvartalen i takt med att energipriserna dämpas, den utländska efterfrågan stärks och flaskhalsarna på utbudssidan löses upp, vilket gör det möjligt för företagen att fortsätta att beta av sina stora orderstockar, och i takt med att osäkerheten – även den som hänger samman med den senaste tidens stress inom

banksektorn – fortsätter att minska. Dessutom lär realinkomsterna förbättras, med stöd av den stabila arbetsmarknaden, där arbetslösheten går mot nya historiskt låga nivåer under prognosperioden. ECB:s penningpolitiska åtstramning kommer att få alltmer genomslag i realekonomin. Tillsammans med det gradvisa tillbakadragandet av finanspolitiskt stöd kommer detta att hämma den ekonomiska tillväxten på medellång sikt. Sammantaget väntas den årliga genomsnittliga reala BNP-tillväxten sakta in till 0,9 procent 2023 (från 3,5 procent 2022), för att sedan öka till 1,5 procent 2024 och 1,6 procent 2025. Jämfört med prognoserna från mars 2023 har utsikterna för BNP-tillväxten nedreviderats med 0,1 procentenhet för 2023 och 2024, främst beroende på stramare finansieringsvillkor. BNP-tillväxten under 2025 ändras inte eftersom dessa effekter delvis väntas uppvägas av effekterna av högre real disponibel inkomst och lägre osäkerhet.

De finanspolitiska utsikterna för euroområdet väntas bli bättre under prognosperioden. Efter den betydande minskningen under 2022 beräknas euroområdets budgetunderskott fortsätta att minska i långsammare takt under 2023–2024 och endast marginellt under 2025 (till 2,5 procent av BNP). Att budgetsaldot i slutet av prognosperioden sjunker jämfört med 2022 förklaras av förbättringen av det konjunkturrensade primärsaldot och i mer begränsad omfattning av en bättre konjunkturbetingad finanspolitisk komponent, medan räntebetalningarnas andel av BNP gradvis ökar under prognosperioden. Euroområdets skuld beräknas fortsätta att minska, om än långsammare efter 2022, till 87,3 procent av BNP fram till 2025. Detta beror främst på negativa ränte-tillväxtskillnader, som mer än uppväger de kvarstående primära underskotten. Under 2025 väntas dock både underskotts- och skuldkvoterna ligga kvar över de nivåer som rådde före pandemin. Jämfört med prognoserna från mars 2023 är budgetsaldot i stort sett oförändrat i slutet av prognosperioden, medan skuldkvoten har uppreviderats något under 2023–2025, främst p.g.a. mindre gynnsamma ränte-tillväxtskillnader.

När energikrisen nu avtar bör offentliga stödåtgärder snabbt och samordnat avvecklas för att undvika att driva upp medelfristigt inflationstryck, vilket skulle nödvändiggöra en starkare penningpolitisk respons. Finanspolitiken bör utformas så att euroområdets ekonomi blir mer produktiv och den höga statsskulden gradvis minskar. Åtgärder för att stärka euroområdets försörjningskapacitet, särskilt inom energisektorn, kan också bidra till minskat pristryck på medellång sikt. Reformen av ramverket för EU:s ekonomiska styrning bör slutföras snart.

## Inflation

Inflationen sjönk ytterligare till 6,1 procent i maj enligt Eurostats snabbstatistik, från 7,0 procent i april. Denna nedgång var brett baserad. Energiprisinflationen, som steg i april, fortsatte sin nedåttrend och var negativ i maj. Livmedelsinflationen sjönk åter men var fortsatt hög på 12,5 procent.

Inflationen exklusive energi och livsmedel sjönk i maj för andra månaden i följd till 5,3 procent, från 5,6 procent i april. Varuinflationen avtog ytterligare och sjönk till 5,8 procent från 6,2 procent i april. Dessutom sjönk tjänsteinflationen för första

gången på flera månader, från 5,2 procent till 5,0 procent. Indikatorerna för underliggande pristryck är fortsatt starka, även om vissa uppvisar preliminära tecken på att lätta.

Tidigare energikostnadsökningar driver fortfarande upp priserna i hela ekonomin. Uppdämd efterfrågan från återöppningen av ekonomin fortsätter också att driva upp inflationen, särskilt för tjänster. Lönetryck, som till viss del återspeglar engångsbetalningar, blir alltmer en viktig källa till inflation. Ersättning per anställd steg med 5,2 procent under det första kvartalet i år och avtalslöner med 4,3 procent. Vidare har företag i vissa sektorer kunnat hålla vinsterna relativt höga, särskilt där efterfrågan överstigit utbudet. Även om de flesta mått på långfristiga inflationsförväntningar för närvarande ligger runt 2 procent är vissa indikatorer fortsatt höga och behöver följas noga.

Enligt prognoserna i juni 2023 väntas den totala inflationen fortsätta att sjunka till omkring 3 procent under årets sista kvartal i takt med att energiinflationen blir allt mer negativ för hela 2023 och livsmedelsinflationen avtar kraftigt. HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel väntas dock överstiga den totala inflationen på kort sikt och ligga kvar däröver fram till början av 2024, även om den beräknas sjunka gradvis från och med andra halvåret 2023. I takt med att de indirekta effekterna av tidigare energiprischocker och annat pipeline-pristryck gradvis avtar och driver den förväntade nedgången kommer arbetskraftskostnaderna att bli den dominerande drivkraften bakom HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel. Lönstillväxten väntas ligga kvar på mer än det dubbla historiska genomsnittet under större delen av prognosperioden, p.g.a. inflationskompensation och en stram arbetsmarknad samt högre minimilöner. Vinstmarginalerna, som ökade betydligt under 2022, väntas dock fungera som en buffert mot ett visst genomslag av dessa kostnader på medellång sikt. Dessutom torde penningpolitiken ytterligare dämpa den underliggande inflationen de kommande åren. Den totala inflationen bedöms generellt sjunka från 8,4 procent 2022 till i genomsnitt 5,4 procent 2023, 3,0 procent 2024 och 2,2 procent 2025. Jämfört med prognoserna från mars 2023 har den totala inflationen uppreviderats något för hela prognosperioden. Detta beror främst på en betydande upprevidering av HIKP-inflationen exklusive energi och livsmedel, vilket återspeglar revideringar som beror på att den senaste tidens inflationsutfall blivit högre än väntat samt på att enhetsarbetskostnaderna blivit något starkare, vilket mer än uppvägde effekten av antagandena om lägre energipriser och stramare finansieringsvillkor.

## Riskbedömning

ECB-rådet bedömer att utsikterna för den ekonomiska tillväxten och inflationen är fortsatt högst osäkra. Nedåtrisker för tillväxten inbegriper Rysslands orättfärdiga krig mot Ukraina och växande geopolitiska spänningar, vilka skulle kunna splittra global handel och på så vis tynga ekonomin i euroområdet. Tillväxten kan också bli långsammare om de penningpolitiska effekterna får ett starkare genomslag än beräknat. Även förnyade spänningar på finansmarknaderna skulle kunna leda till ännu stramare finansieringsvillkor än väntat och försvaga tillförsikten. En svagare tillväxt i världsekonomin skulle också kunna dämpa den ekonomiska aktiviteten i

euroområdet ytterligare. Tillväxten skulle dock kunna bli högre än beräknat om den starka arbetsmarknaden och den avtagande osäkerheten innebär att människor och företag känner mer tillförsikt och ger ut mer pengar.

Uppåtrisker för inflationen inbegriper nytt potentiellt uppåtryck på kostnaderna för energi och livsmedel, även detta till följd av Rysslands krig mot Ukraina. En ihållande ökning i inflationsförväntningarna över ECB-rådets mål, eller högre löneökningar och vinstmarginaller än beräknat, skulle också kunna driva upp inflationen, även på medellång sikt. Nya löneavtal i ett antal länder har ökat på uppåtriskerna för inflationen. Däremot skulle nya spänningar på finansmarknaderna kunna driva ner inflationen snabbare än beräknat. Svagare efterfrågan, t.ex. som resultat av ett starkare penningpolitiskt genomslag, skulle också bidra till lägre pristryck, framför allt på medellång sikt. Inflationen skulle dessutom gå ner snabbare om sjunkande energi- och livsmedelspriser fick ett snabbare genomslag på andra varor och tjänster än väntat.

## Finansiella och monetära förhållanden

Den penningpolitiska åtstramningen fortsätter att återspeglas i riskfria räntor och bredare finansieringsvillkor. Finansieringsvillkoren är stramare för bankerna och att ta lån blir dyrare för företag och hushåll. I april nådde utlåningsräntorna sin högsta nivå på mer än tio år och låg på 4,4 procent för företagslån och 3,4 procent för bolån.

Dessa högre låneräntor, tillsammans med stramare kreditgivningsvillkor och lägre efterfrågan på lån har ytterligare försvagat kreditutvecklingen. Den årliga tillväxttakten för lån till företag sjönk åter i april, till 4,6 procent. Månadsförändringen har i genomsnitt varit negativ sedan november 2022. Lån till hushåll växte i en årstakt på 2,5 procent i april med en endast marginell månadsförändring. Som resultat av svag bankutlåning och minskningen i Eurosystemets balansräkning fortsatte det breda penningmängdsmåttet på årsbasis att minska till 1,9 procent i april. Månadsförändringen i detta mått har varit negativ sedan december.

I linje med sin penningpolitiska strategi gjorde ECB-rådet en djupgående bedömning av samspelet mellan penningpolitik och finansiell stabilitet. Utsikterna för finansiell stabilitet har medfört fortsatta utmaningar sedan den senaste bedömningen i december 2022. Stramare finansieringsvillkor leder till att bankernas kostnader för finansiering ökar, liksom kreditriskerna för utestående lån. Dessa faktorer kan tillsammans med den senaste tidens spänningar i det amerikanska banksystemet leda till systemstress och lägre ekonomisk tillväxt på kort sikt. En annan faktor som tynger motståndskraften i finanssektorn är nedgången på fastighetsmarknaderna, som skulle kunna förstärkas av högre lånekostnader och en ökad arbetslöshet. Samtidigt har bankerna i euroområdet starka kapital- och likviditetspositioner, vilket dämpar dessa risker för den finansiella stabiliteten. Makrotillsynen är fortsatt den främsta försvarslinjen mot uppkomsten av finansiella sårbarheter.

## Penningpolitiska beslut

ECB-rådet beslutade vid sitt möte den 15 juni 2023 att höja ECB:s tre viktigaste styrräntor med 25 punkter. Följaktligen höjdes räntan på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna och räntorna på marginalutlåningsfaciliteten och inlåningsfaciliteten till 4,00 procent, 4,25 procent respektive 3,50 procent fr.o.m. den 21 juni 2023.

APP-portföljen minskar i en måttlig och förutsägbar takt då Eurosystemet inte längre återinvesterar alla värdepapper som förfaller. Minskningen kommer i genomsnitt att uppgå till 15 miljarder euro per månad fram t.o.m. slutet av juni 2023. ECB-rådet upphör med återinvesteringar i APP-portföljen fr.o.m. juli 2023.

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. I varje fall kommer den framtida utfasningen av PEPP-portföljen att hanteras så att den inte inverkar på 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.

Allt eftersom bankerna återbetalar belopp som upplånats under de riktade långfristiga refinansieringstransaktionerna, kommer ECB-rådet regelbundet att granska hur riktade utlåningstransaktioner och relaterad pågående återbetalning bidrar till den penningpolitiska inriktningen.

## Slutsats

Inflationen har gått ner men beräknas förbli alltför hög under alltför lång tid. Vid sitt möte den 15 juni 2023 beslöt ECB-rådet således att höja de tre styrräntorna med 25 punkter i linje med sin beslutsamhet att säkerställa att inflationen inom rimlig tid återgår till det medelfristiga tvåprocentmålet.

ECB-rådets framtida beslut kommer att säkerställa att styrräntorna sätts på nivåer som är tillräckligt restriktiva under så lång tid som krävs för att inflationen inom rimlig tid ska återgå till det medelfristiga tvåprocentmålet. ECB-rådet kommer att fortsätta att följa ett databeroende tillvägagångssätt för att fastställa vilken nivå som är lämplig och hur länge restriktionen ska bestå. Framför allt kommer räntebesluten även fortsättningsvis att baseras på ECB-rådets bedömning av inflationsutsikterna med beaktande av inkommande ekonomiska och finansiella data, dynamiken i underliggande inflation och styrkan i den penningpolitiska transmissionen.

Under alla omständigheter står ECB-rådet redo att inom ramen för sitt mandat justera alla sina instrument så att inflationen återgår till det medelfristiga målet 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](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 juni 2023.

ISSN 2363-3646 (webb)  
EU catalogue no QB-BQ-23-002-SV-N