

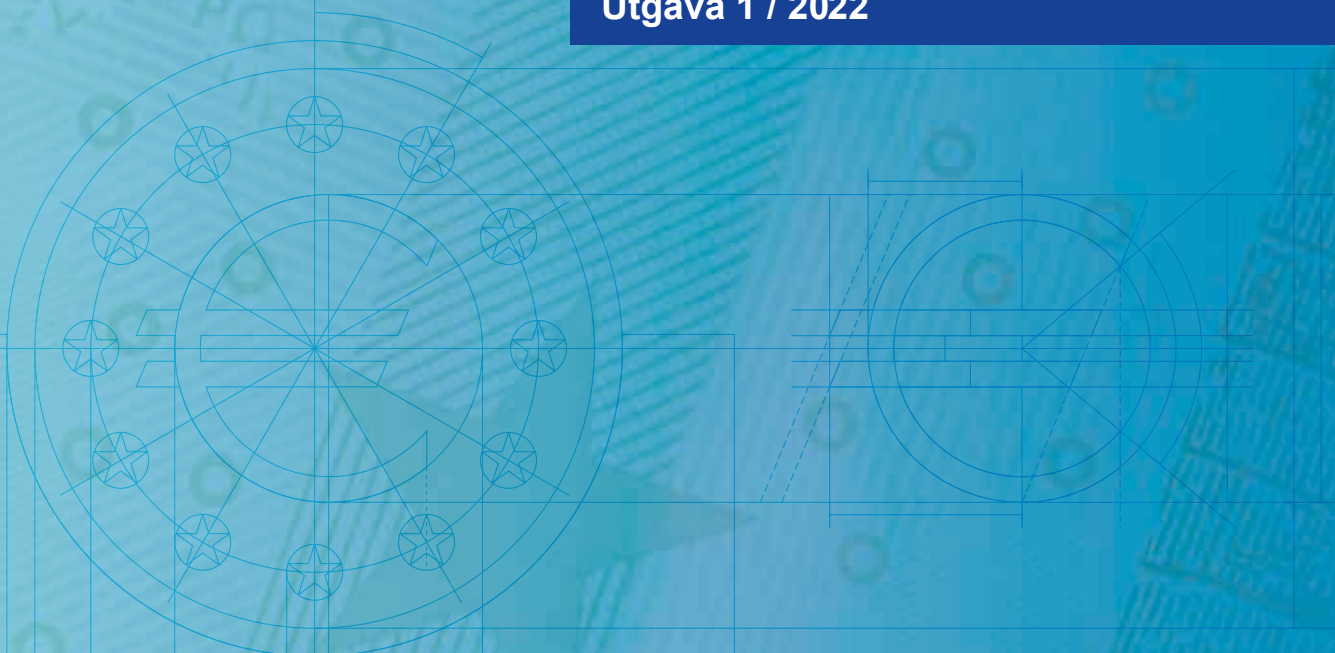


EUROPEISKA CENTRALBANKEN
EUROSYSTEMET

Ekonomisk rapport

Översikt

Utgåva 1 / 2022



Ekonomisk, finansiell och monetär utveckling

Översikt

Den ryska invasionen av Ukraina kommer att få en väsentlig inverkan på den ekonomiska aktiviteten och på inflationen genom högre energi- och råvarupriser, störningar i den internationella handeln och lägre förtroende. Hur stora dessa effekter kommer att bli beror på hur konflikten utvecklas, hur de nuvarande sanktionerna slår samt på möjliga framtida åtgärder.

Effekten av kriget måste utvärderas sett mot bakgrund av konkreta underliggande förutsättningar för ekonomin i euroområdet samt utifrån det generösa penningpolitiska stödet. Den ekonomiska återhämtningen stärks av att effekterna av omikronvarianten klingar av. Flaskhalsar på utbudssidan har visat en del tecken på att lätta och arbetsmarknaden har stärkts ytterligare. Grundscenariot för ECB:s makroekonomiska prognoser från mars 2022 inbegriper en första utvärdering av krigets effekter och i detta scenario har BNP-tillväxten nedreviderats för den närmaste tiden pga. konflikten.

Inflationen har fortsatt att förvåna på uppsidan beroende på oväntat höga energikostnader. Prisökningar har också blivit mer brett baserade. Grundscenariot för inflation i de senaste prognoserna har uppreviderats kraftigt. Inflationsförväntningarna på längre sikt har, i ett antal mått, återigen förankrats vid ECB:s inflationsmål. ECB-rådet ser det som alltmer troligt att inflationen kommer att stabiliseras på 2-procentsmålet på medellång sikt.

I alternativa scenarier för den ekonomiska och finansiella effekten av kriget kan den ekonomiska aktiviteten dämpas rejält av en brantare uppgång på energi- och råvarupriser samt en mer allvarlig hämmande effekt på handel och stämningssläge. Inflationen kan bli avsevärt högre under den närmaste tiden. I samtliga scenarier väntas dock inflationen progressivt sjunka och hamna på nivåer runt inflationsmålet på 2 procent under 2024.

Baserat på den reviderade bedömningen av inflationsutsikterna och med beaktande av det osäkra läget reviderade ECB-rådet sitt program för köp av tillgångar (APP) för de kommande månaderna. De månatliga nettoköpen inom APP kommer att uppgå till 40 miljarder euro i april, 30 miljarder euro i maj och 20 miljarder euro i juni. Kalibreringen av nettoköpen för det tredje kvartalet kommer att vara databeroende och återspegla ECB-rådets fortlöpande bedömning av utsikterna. Om inkommande data stöder förväntningen om att inflationen på medellång sikt inte kommer att försvagas även efter det att nettotillgångsköpen har upphört kommer ECB-rådet under det tredje kvartalet att avsluta nettotillgångsköpen inom APP. Om de medelfristiga inflationsutsikterna ändras och de finansiella förutsättningarna blir oförenliga med ytterligare framsteg mot 2-procentsmålet står ECB-rådet redo att se

över programmet för nettotillgångsköp vad gäller omfattning och/eller varaktighet. Eventuella justeringar av ECB:s styrräntor kommer att ske en viss tid efter det att nettotillgångsköpen i APP har avslutats och vara gradvisa. Banan för ECB:s styrräntor kommer även framöver att avgöras av ECB-rådets framåtblickande vägledning och strategiska åtagande att stabilisera inflationen på 2 procent på medellång sikt. Följaktligen förväntar sig ECB-rådet att styrräntorna ligger kvar på nuvarande nivåer till dess att man ser att inflationen når 2 procent i god tid före slutet av prognosperioden och varaktigt under återstoden av prognosperioden och bedömningen görs att de uppnådda framstegen i underliggande inflation har uppnåtts i tillräcklig utsträckning för att vara i linje med en inflation som stabiliseras på 2 procent på medellång sikt. ECB-rådet bekräftade även sina övriga policy-åtgärder.

Ekonomisk aktivitet

Den globala ekonomin expanderade i kraftig takt under 2021, trots motvind i form av nya coronautbrott och flaskhalsar på utbudssidan. Enkätindikatorer pekar på fortsatt tillväxt under det första kvartalet 2022. Kriget mellan Ryssland och Ukraina skapar dock rejält med osäkerhet för i övrigt starka tillväxtutsikter. Nya enkäter om den ekonomiska aktiviteten tyder på att tillväxten stärktes från januari till februari när pandemi- och utbudsrelaterat tryck lättade. Vad gäller de ekonomiska konsekvenserna av kriget och den gradvisa lättningen av policystöd, har prognoserna för den globala tillväxten nedreviderats, framför allt för 2022 och 2023, jämfört med prognoserna från december. Global real BNP (exklusive euroområdet) beräknas ha ökat med 6,3 procent 2021, medan tillväxttakten väntas minska till 4,1 procent 2022 och till 3,6 procent för både 2023 och 2024. Den utländska efterfrågan på export från euroområdet förutspås minska från 9,9 procent 2021, till 4 procent 2022, till 3,2 procent 2023 och till 3,6 procent 2024. Jämfört med global import påverkas utländsk efterfrågan på export från euroområdet mycket mer av konflikten pga. att en relativt stor del av handeln kommer från Ryssland och här påverkas länderna i Central- och Östeuropa mer av konfliktens effekter. Jämfört med tidigare prognoser har tillväxttakten för utländsk efterfrågan på export från euroområdet lämnats oförändrad för 2022, i och med att effekten av invasionen helt uppvägs av den positiva överhängseffekten från 2021 medan den har nedreviderats för 2023 och 2024. Flaskhalsarna på utbudssidan väntas börja lätta under 2022 och fullständigt försvinna under 2023. Exportpriserna för euroområdets konkurrenter har upp-reviderats för 2022 och 2023 beroende på en överlappning av högre råvarupriser, flaskhalsar på utbudssidan och starkare efterfrågan. Den framtida utvecklingen av pandemin är fortsatt en viktig riskfaktor som påverkar grundscenariot för den globala ekonomin, men kriget mellan Ryssland och Ukraina leder till kraftigt förstärkt osäkerhet. Nedåtriktade svansrisker från en vidare eskalering kan bli omfattande och skulle kunna bryta den globala återhämtningen samt ge ytterligare bränsle åt inflationstrycket.

Kriget mellan Ryssland och Ukraina kommer att få en väsentlig inverkan på den ekonomiska aktiviteten i euroområdet genom högre energi- och råvarupriser, störningar i den internationella handeln och lägre förtroende. De underliggande

förutsättningarna är dock stabila och stärks av kraftigt policystöd. Ekonomin växte med 5,3 procent 2021 och BNP återvände till sin prepandemiska nivå i slutet av året. Tillväxten tappade dock fart till 0,3 procent under det sista kvartalet 2021 och väntas vara fortsatt svag under det första kvartalet 2022. Utsikterna för ekonomin kommer att bero på hur det går i kriget mellan Ryssland och Ukraina och på effekterna av ekonomiska och finansiella sanktioner och andra åtgärder. Annan motvind med påverkan på tillväxten håller samtidigt på att avta. I grundscenariot bör euroområdets ekonomi växa fortsatt stadigt under 2022, men i en långsammare takt än vad som förväntades innan kriget bröt ut. Åtgärder för att hindra spridning av omikronvarianten har påverkat mindre än under tidigare virusvågor och hävs nu. De leveransstörningar som berott på pandemin visar också vissa tecken på att lätta och arbetsmarknaden har fortsatt att stärkas. Effekten av den massiva energiprischocken för människor och företag kan delvis dämpas genom att sparmedel som ackumulerats under pandemin används samt av finanspolitiska kompensationsåtgärder.

Enligt ECB:s makroekonomiska prognoser från mars 2022 kommer euroområdets budgetbalanser att ligga kvar på en förbättringskurva från de mycket höga underskott som orsakats av coronakrisen. Hoten mot detta scenario är dock substantiella och i allt större utsträckning inriktade mot större budgetunderskott, främst beroende på kriget i Ukraina. Enligt grundscenariot bedöms underskottskvoten ha gått ner till 5,5 procent av BNP under 2021, från en högsta nivå på 7,2 procent under 2020. Underskottet beräknas fortsätta minska till 3,1 procent 2022 och till 2 procent fram till slutet av prognosperioden. Vad gäller euroområdets finanspolitiska inriktning följdes en stark expansion 2020 av en mindre åtstramning 2021, justerat för NGEU-bidrag (Nästa generations EU). Under 2022 väntas finanspolitiken stramas åt ytterligare, främst beroende på en kursändring för en betydande del av pandemikrisstödet. Denna åtstramning beräknas endast vara marginell under de sista åren av prognosperioden och ge ett fortsatt avgörande stöd till ekonomin. Mot bakgrund av höga risker från olika håll, varav vissa delvis redan slagit igenom, skulle finanspolitiska åtgärder, inbegripet på EU-nivå, bidra till att skydda ekonomin. När situationen ändras måste finanspolitiken snabbt kunna agera. Viljan att vidta finanspolitiska åtgärder är inte oförenlig med behovet av en trovärdig normalisering av offentliga finanser på medellång sikt.

Enligt grundscenariot bör tillväxten på medellång sikt fortsätta att drivas av kraftig inhemsk efterfrågan, med stöd av en starkare arbetsmarknad. Med fler människor i arbete lär hushållen få högre inkomster och kunna konsumera mer. Den globala återhämtningen och det aktuella finans- och penningpolitiska stödet bör också bidra till dessa tillväxtutsikter. Finanspolitiskt och penningpolitiskt stöd är fortsatt avgörande, särskilt i detta svåra geopolitiska läge. Euroområdets ekonomi väntas växa fortsatt stadigt under 2022, men i en långsammare takt än vad som förväntades innan kriget bröt ut. I de makroekonomiska prognoserna från mars förutspås en årlig real BNP-tillväxt på 5,4 procent 2021, 3,7 procent 2022, 2,8 procent 2023 och 1,6 procent 2024. Jämfört med prognoserna från december har utsikterna nedreviderats för 2022 och för 2023. Detta bygger på antagandet att nuvarande störningar i energiförsörjningen och de negativa förtroendeeffekterna i samband med konflikten är tillfälliga och att de globala leveranskedjorna inte påverkas i någon större utsträckning. I ett negativt scenario, där Ryssland beläggs med hårdare

sanktioner, vilka leder till vissa störningar i globala värdekedjor, högre energikostnader och viss temporärt minskad produktion i euroområdet samt ytterligare finansiella störningar och mer ihållande osäkerhet skulle tillväxten i euroområdet under 2022 kunna ligga 1,2 procentenheter lägre än i grundscenariot. Under 2023 skulle skillnaden bli begränsad och under 2024 skulle tillväxten bli något starkare tack vare upphämtnings effekter. Vid ett mer "allvarligt" scenario, som förutom det negativa scenariots antaganden även utgår från en starkare reaktion från energipriserna på strängare utbudsminskningar och kraftigare priskorrigeringar på finansmarknaderna, skulle BNP-tillväxten kunna bli 1,4 procent lägre än i grundscenariot för 2022 och 0,5 procentenheter lägre för 2023 med relativt måttliga upphämtnings effekter under 2024.

Inflation

Inflationen steg till 5,8 procent i februari, från 5,1 procent i januari, och väntas fortsätta att stiga ytterligare under den närmaste tiden. Energipriserna, som steg kraftigt med 31,7 procent i februari, fortsätter att vara den främsta anledningen till den höga inflationstakten och driver upp priserna i många andra sektorer. Även livsmedelspriserna har ökat till följd av säsongsfaktorer, höga transportkostnader och högre priser på gödningsmedel. Under de senaste veckorna har energipriserna stigit ännu mer och ytterligare tryck på vissa livsmedels- och råvarupriser är att vänta till följd av kriget i Ukraina. Prisökningar har blivit mer utbredda. De flesta måtten på underliggande inflation har under de senaste månaderna gått upp till nivåer över 2 procent. Det är dock osäkert hur ihållande uppgången i dessa indikatorer kommer att vara beroende på den roll som temporära pandemirelaterade faktorer spelar samt beroende på de indirekta effekterna av högre energipriser. Marknadsbaserade indikatorer pekar på att energipriserna kommer att förbli höga under en längre tid än vad som tidigare förväntats, men att de dämpas under loppet av bedömningsperioden. Pristryck till följd av globala flaskhalsar på utbudssidan bör också avta. Arbetsmarknadsläget har fortsatt att förbättras och arbetslösheten föll till 6,8 procent i januari. Även om bristen på arbetskraft påverkar fler och fler sektorer är lönetillväxten generellt fortsatt dämpad. När ekonomin så småningom återgår till full kapacitet lär detta ge stöd åt en något snabbare lönetillväxt. Olika mått på långfristiga inflationsförväntningar som härletts från de finansiella marknaderna och enkäter ligger på runt 2 procent. Dessa faktorer ger även ytterligare stöd till den underliggande inflationen och bidrar till att den totala inflationen varaktigt stabiliseras på 2-procentsmålet.

I de makroekonomiska prognoserna från mars 2022 förutspås en årlig inflation på 5,1 procent för 2022, på 2,1 procent 2023 och på 1,9 procent 2024 – vilket är avsevärt högre än i de tidigare prognoserna från december, särskilt för 2022. Inflation, exklusive livsmedel och energi, förväntas i genomsnitt ligga på 2,6 procent 2022, 1,8 procent 2023 och 1,9 procent 2024, vilket också är högre än vad som förutspåddes i decemberprognoserna. Om det ovannämnda negativa scenariot skulle förverkligas kan inflationen bli 0,8 procentenheter högre 2022. I takt med att olje- och gasmarknaderna blir mer balanserade skulle de stora energiprisstegringarna gradvis klinga av och få inflationen att sjunka under grundscenariot,

särskilt 2024. I det mer allvarliga scenariot skulle inflationen vara 2 procentenheter högre 2022. Även för 2023 skulle det ge en avsevärt högre inflation. Under 2024 skulle kraftigare andrahandseffekter av fallande energipriser uppväga de negativa effekterna på inflationen och inflationen skulle vara oförändrad från grundscenariot.

Riskbedömning

ECB-rådet ser riskerna för de ekonomiska utsikterna som substantiellt högre och nedåtriktade. Även om pandemirelaterade risker har avtagit kan kriget i Ukraina få en starkare effekt på det ekonomiska stämningsläget och åter förvärpa utbudsbegränsningarna. Ihållande höga energikostnader kan tillsammans med ett försämrat förtroende kan dra ner efterfrågan mer än väntat och hålla tillbaka konsumtion och investeringar. Samma faktorer utgör risker för inflationsutsikterna och dessa risker ligger på uppåtsidan på kort sikt. Kriget i Ukraina är en betydande uppåtrisk, särskilt för energipriserna. Om pristrycket slår igenom och leder till högre löneökningar än väntat eller om det finns varaktigt negativa effekter på utbudssidan, kan inflationen också komma att bli högre på medellång sikt. Om däremot efterfrågan blir svagare på medellång sikt kan detta också leda till ett lägre pristryck.

Finansiella och monetära förhållanden

Rysslands invasion av Ukraina har lett till kraftig volatilitet på finansmarknaderna. Sedan krigsutbrottet har riskfria marknadsräntor delvis vänt den ökning som observerats sedan ECB-rådets sammanträde i februari och aktiekurserna har gått ner. De finansiella sanktionerna mot Ryssland, inbegripet Rysslands utestängning från Swift, har ännu så länge inte förorsakat några större åtstramningar på penningmarknaderna och har inte heller lett till likviditetsbrist i euroområdet banksystem. Bankernas balansräkningar är fortsatt överlag sunda tack vara starka kapitalpositioner och färre nödlidande lån. Deras lönsamhet är nu lika god som före pandemin. Vidare har bankernas utlåningsräntor till företag stigit något medan utlåningsräntorna på hushållens bolån fortfarande ligger stadigt på historiskt låga nivåer. Utlåningen till företag har gått ner efter en stark ökning under det sista kvartalet 2021. Utlåningen till hushållen har fortsatt, framför allt för bostadsköp.

Penningpolitiska beslut

Baserat på den senaste uppdaterade bedömningen, och med beaktande av det osäkra läget, reviderade ECB-rådet sitt program för köp av tillgångar (APP) för de kommande månaderna. De månatliga nettoköpen inom APP kommer att uppgå till 40 miljarder euro i april, 30 miljarder euro i maj och 20 miljarder euro i juni. Kalibreringen av nettoköpen för det tredje kvartalet kommer att vara databeroende och återspegla ECB-rådets fortlöpande bedömning av utsikterna. Om inkommande data stöder förväntningen om att inflationen på medellång sikt inte kommer att

försvagas även efter det att nettotillgångsköpen har upphört kommer ECB-rådet under det tredje kvartalet att avsluta nettotillgångsköpen (APP). Om de medelfristiga inflationsutsikterna ändras och de finansiella förutsättningarna blir oförenliga med ytterligare framsteg mot 2-procentsmålet står ECB-rådet redo att se över programmet för nettotillgångsköp vad gäller omfattning och/eller varaktighet.

ECB-rådet avser även framöver 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 bibehålla gynnsamma likviditetsvillkor och en väsentlig grad av ackommoderande penningpolitik.

Räntorna på de huvudsakliga refinansieringstransaktionerna, på marginalutlåningsfaciliteten och på inlåningsfaciliteten förblir oförändrade på 0,00 procent, 0,25 procent respektive -0,50 procent.

Eventuella justeringar av ECB:s styrräntor kommer att ske en viss tid efter det att nettotillgångsköpen i APP har avslutats och vara gradvisa. Banan för ECB:s styrräntor kommer även framöver att avgöras av ECB-rådets framåtblickande vägledning och strategiska åtagande att stabilisera inflationen på 2 procent på medellång sikt. Följaktligen förväntar sig ECB-rådet att styrräntorna ligger kvar på nuvarande nivåer till dess att man ser att inflationen når 2 procent i god tid före slutet av prognosperioden och varaktigt under återstoden av prognosperioden och bedömningen görs att de uppnådda framstegen i underliggande inflation har uppnåtts i tillräcklig utsträckning för att vara i linje med en inflation som stabiliseras på 2 procent på medellång sikt.

ECB-rådet genomför under det första kvartalet 2022 nettotillgångsköp inom PEPP (stödköpsprogram föranlett av pandemin) i en långsammare takt än under föregående kvartal. ECB-rådet kommer att upphöra med nettotillgångsköpen inom PEPP i slutet av mars 2022.

ECB-rådet avser att återinvestera förfall av värdepapper förvärvade inom PEPP 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.

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-rådets mandat kommer flexibilitet i penningpolitiken att vara ett fortsatt inslag under stressade förhållanden, närhelst hot mot transmissionen skulle kunna äventyra möjligheten att uppnå prisstabilitet. För det fall att fragmentering till följd av pandemin åter skulle uppstå kan vid behov PEPP-återinvesteringar på ett flexibelt vis justeras över tid, tillgångsklasser och jurisdiktioner. Detta kan inbegripa 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 fortfarande håller på att återhämta sig från följderna

av pandemin. Nettoköp inom PEPP kan även återupptas vid behov för att motverka negativa chocker 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. Som tidigare tillkännagivits räknar ECB-rådet med att de speciella villkor som är tillämpliga inom TLTRO-III upphör i juni i år. ECB-rådet kommer även att bedöma lämplig kalibrering av sitt tvåledade system för reserversättning så att policyn för negativ styrrenta inte inskränker på bankers förmedlingskapacitet i ett läge med stor överskottslikviditet.

Mot bakgrund av den stora osäkerhet som den ryska invasionen av Ukraina har förorsakat och risken för regionala spridningseffekter, som skulle kunna inverka negativt på euroområdet finansmarknader, beslutade ECB-rådet att förlänga Eurosystemets repofacilitet för centralbanker (EUREP) fram t.o.m. den 15 januari 2023. EUREP kommer därför att fortsätta att komplettera de reguljära likviderande avtalen för tillhandahållande av likviditet i euro till centralbanker utanför euroområdet. Tillsammans utgör dessa en omfattande uppsättning säkerhetsmekanismer för att bemöta eventuella behov av eurolikviditet i fall av marknadsdysfunktion utanför euroområdet med potentiella negativa följder för den effektiva transmissionen av ECB:s penningpolitik. Begäran om assistans från centralbanker utanför euroområdet i fråga om eurolikviditet i form av likviditetslinor kommer att bedömas av ECB-rådet från fall till fall.

ECB-rådet står redo att vid behov justera alla sina instrument så att inflationen stabiliseras på 2-procentsmålet på medellång sikt.

© **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 9 mars 2022.

ISSN 2363-3646 (webb)
EU catalogue no QB-BQ-22-002-SV-N