



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

8. udgave / 2025



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

Oversigt

Styrelsesrådet besluttede på mødet den 18. december 2025 at fastholde ECB's tre officielle renter. Den opdaterede vurdering bekræftede på ny, at inflationen forventes at stabilisere sig på 2 pct.-målet på mellemlangt sigt.

Ifølge Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra december 2025 forventes den samlede inflation i gennemsnit at ligge på 2,1 pct. i 2025, 1,9 pct. i 2026, 1,8 pct. i 2027 og 2,0 pct. i 2028. For inflationen ekskl. energi og fødevarer regner eksperterne med et gennemsnit på 2,4 pct. i 2025, 2,2 pct. i 2026 og 1,9 pct. i 2027 og 2,0 pct. i 2028. Inflationen er blevet opjusteret for 2026, primært fordi inflationen i tjenesteydelser nu forventes at falde langsommere. Den økonomiske vækst forventes at blive kraftigere end i ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra september 2025, især på grund af den indenlandske efterspørgsel. Væksten er blevet opjusteret til 1,4 pct. i 2025, 1,2 pct. i 2026 og 1,4 pct. i 2027 og forventes at forblive på 1,4 pct. i 2028.

Styrelsesrådet er fast besluttet på at sikre, at inflationen stabiliseres på dets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt. Det vil følge en dataforankret tilgang møde for møde til at fastlægge den hensigtsmæssige pengepolitiske kurs. Styrelsesrådets rentebeslutninger baseres især på dets vurdering af inflationsudsigterne og de risici, der er forbundet hermed, med udgangspunkt i nye økonomiske og finansielle data samt udviklingen i den underliggende inflation og styrken af den pengepolitiske transmission. Styrelsesrådet forpligter sig ikke på forhånd til en bestemt renteudvikling.

Den økonomiske aktivitet

Økonomien har været robust. Den steg med 0,3 pct. i 3. kvartal 2025, hovedsagelig som følge af øget forbrug og investeringer. Eksporten steg også med et betydeligt bidrag fra kemikalier. Sektorfordelingen af væksten var domineret af servicesektoren, navnlig i informations- og kommunikationssektoren, mens aktiviteten i industrien og byggeriet var uændret. Dette mønster af servicedrevet vækst vil sandsynligvis fortsætte på kort sigt.

Økonomien nyder godt af et robust arbejdsmarked. Arbejdsløsheden, der lå på 6,4 pct. i oktober 2025, er tæt på det historiske lavpunkt, og beskæftigelsen steg med 0,2 pct. i 3. kvartal. Samtidig faldt efterspørgslen efter arbejdskraft yderligere, og andelen af ledige stillinger lå på det laveste niveau siden covid-19-pandemien.

Den indenlandske efterspørgsel forventes fortsat at være den primære drivkraft for væksten i euroområdet, som understøttes af stigende realløn og beskæftigelse, på

baggrund af robuste arbejdsmarkeder med en rekordlav arbejdsløshed. Yderligere offentlige udgifter til infrastruktur og forsvar bebudet i 2025, navnlig i Tyskland, sammen med forbedrede finansieringsforhold som følge af nedsættelser af de pengepolitiske renter siden juni 2024 ventes også at støtte den indenlandske økonomi. Med hensyn til eksterne forhold ventes eksporten at stige i 2026, selvom der fortsat er udfordringer med hensyn til konkurrenceevnen, herunder udfordringer af strukturel karakter. Denne forbedring tilskrives et opsving i den udenlandske efterspørgsel på baggrund af aftagende handelspolitisk usikkerhed, selvom virkningen af de højere toldsatser gradvist udfolder sig. Den gennemsnitlige årlige vækst i realt BNP forventes at ligge på 1,4 pct. i 2025, 1,2 pct. i 2026, 1,4 pct. i 2027 og 1,4 pct. i 2028. Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2025 er BNP-væksten blevet opjusteret for hele fremskrivningsperioden som følge af bedre data end forventet, mindre handelspolitisk usikkerhed, stærkere udenlandsk efterspørgsel og lavere råvarepriser på energi.

Styrelsesrådet understreger det presserende behov for at styrke euroområdet og dets økonomi i det aktuelle geopolitiske miljø. Det hilser Europa-Kommissionens opfordring til regeringerne om at prioritere bæredygtige offentlige finanser, strategiske investeringer og væksthæmmende strukturreformer velkommen. Det er afgørende at frigøre det indre markeds fulde potentiale. Det er også afgørende at fremme yderligere integration på kapitalmarkederne ved at fuldføre opsparings- og investeringsunionen og bankunionen efter en ambitiøs tidsplan og hurtigt vedtage forordningen om indførelse af den digitale euro.

Inflation

Den årlige inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), har ligget inden for et snævert interval siden foråret 2025 og lå fortsat på 2,1 pct. i november. Energipriserne var 0,5 pct. lavere end i forrige november efter et større fald i oktober 2025. Fødevareprisinflation var 2,4 pct. i forhold til 2,5 pct. i oktober og 3,0 pct. i september. Inflationen ekskl. energi og fødevarer lå stabilt på 2,4 pct., da inflationen for varer og tjenesteydelser bevægede sig i hver sin retning. Vareinflationen faldt til 0,5 pct. i november fra 0,6 pct. i oktober og 0,8 pct. i september. Inflationen i tjenesteydelser steg til 3,4 pct. i oktober og 3,5 pct. i november i forhold til 3,2 pct. i september.

Indikatorerne for den underliggende inflation har ændret sig lidt i de seneste måneder og er fortsat i overensstemmelse med Styrelsesrådets mål på 2 pct. på mellemlangt sigt. Mens væksten i fortjenesten pr. enhed var uændret i 3. kvartal 2025, steg enhedslønsmkostningerne lidt mere end i 2. kvartal. Den årlige vækst i lønsum pr. ansat steg til 4,0 pct. Dette var mere end forventet i stabens fremskrivninger fra september 2025 og skyldtes betalinger, der var større end aftalt løn. Fremadrettede indikatorer, f.eks. ECB's løntracker og resultaterne af undersøgelser af lønforventningerne, tyder på, at lønvæksten vil aftage i de kommende kvartaler, før den stabiliserer sig noget under 3 pct. mod slutningen af 2026.

De fleste mål for inflationsforventningerne på langt sigt ligger fortsat på omkring 2 pct., hvilket understøtter stabiliseringen af inflationen omkring Styrelsesrådets mål. Inflationen forventes at falde fra 2,1 pct. i 2025 til 1,9 pct. i 2026 og derefter til 1,8 pct. i 2027, inden den stiger til Styrelsesrådets mål på 2 pct. på mellemlangt sigt i 2028. Det forventede fald i den samlede inflation i begyndelsen af 2026 afspejler en nedadrettet basiseffekt af energipriserne, mens inflationen i komponenter ekskl. energi forventes fortsat at aftage i hele 2026. Energiinflationens bidrag til den samlede inflation ventes at forblive afdæmpet indtil slutningen af 2027 for derefter at stige markant i 2028 som følge af den forventede gennemførelse af EU's emissionshandelssystem 2 (ETS2) med en opadrettet effekt på den samlede inflation på 0,2 procentpoint. HICP-inflationen ekskl. energi forventes at falde fra 2,5 pct. i 2025 til 2,2 pct. i 2026 og til 2,0 pct. i 2027 og 2028. Fødevareinflationen ventes at falde mærkbart i takt med, at virkningerne af tidligere prisstigninger på globale råvarer til fødevarer og ugunstige vejrforhold i løbet af sommeren aftager, og ventes at stabilisere sig på et niveau noget over 2 pct. fra slutningen af 2026. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer ventes at aftage fra 2,4 pct. i 2025 til 2,0 pct. i 2028, efterhånden som inflationen i tjenesteydelser falder som følge af aftagende pres på arbejdskraftsomkostningerne, og i takt med at den tidligere appreciering af euroen slår igennem i priskæden, hvorved vareinflationen dæmpes. Lønvæksten forventes fortsat at aftage i 2026, inden den stabiliserer sig på omkring 3 pct., understøttet af et robust arbejdsmarked og produktivitetsvækst lige under 1 pct. Væksten i enhedslønomsomkostningerne forventes at aftage, selvom effekten på inflationen ventes at blive delvis opvejet af en gradvis stigning i avancerne i fremskrivningsperioden.

Sammenlignet med fremskrivningerne fra september 2025 er udsigterne for den samlede HICP-inflation blevet opjusteret med 0,2 procentpoint for 2026, hvilket afspejler de seneste dataoverraskelser for HICP-inflationen og lønvæksten, hvor sidstnævnte har ført til en betydelig opjustering af lønudsigterne. Fremskrivningen af HICP-inflationen er nedjusteret en anelse for 2027. Dette skyldes et forventet lavere bidrag fra energiinflationen, da gennemførelsen af ETS2 nu forventes at blive udskudt fra 2027 til 2028. Dette bidrag forventes dog at blive delvis opvejet af en kraftigere inflation i tjenesteydelser.

Risikovurdering

Selv om handelsspændingerne er aftaget, kan det stadig volatile internationale miljø forstyrre forsyningskæderne, lægge en dæmper på eksporten og påvirke forbruget og investeringerne negativt. En forværring af stemningen på det globale finansielle marked kan føre til strammere finansieringsforhold, større risikoaversion og svagere vækst. Geopolitiske spændinger, navnlig Ruslands uberettigede krig mod Ukraine, er fortsat en vigtig kilde til usikkerhed. Derimod kan planlagte forsvars- og infrastrukturudgifter sammen med produktivitetsfremmende reformer øge væksten mere end forventet. En øget tillid kan også stimulere privat investering.

Inflationsudsigterne er stadig mere usikre end normalt på grund af de stadig volatile internationale forhold. Inflationen kan vise sig at blive lavere, hvis stigningen i de

amerikanske toldsatser reducerer efterspørgslen efter eksport fra euroområdet, og hvis lande med overkapacitet øger deres eksport til euroområdet. Desuden vil en stærkere euro kunne sænke inflationen til under det forventede niveau. En stigning i volatiliteten og risikoaversionen på de finansielle markeder kan påvirke efterspørgslen negativt og derved også sænke inflationen. Inflationen kan derimod vise sig at være højere, hvis mere fragmenterede globale forsyningskæder presser importpriserne op, begrænser udbuddet af kritiske råvarer og øger kapacitetsbegrænsningerne i euroområdets økonomi. En langsommere reduktion af lønpresset kan forsinke nedgangen i inflationen i tjenesteydelser. Øgede udgifter til forsvar og infrastruktur kan også øge inflationen på mellemlangt sigt. Mere generelt kan ekstreme vejrforhold og den aktuelle klimakrise og naturkriser medføre højere fødevarepriser end forventet.

Finansielle og monetære forhold

Markedsrenterne er steget siden Styrelsesrådets seneste pengepolitiske møde 30. oktober 2025. Bankernes udlånsrente over for virksomheder har været stort set stabile siden sommeren efter at være faldet som reaktion på de pengepolitiske rentenedsættelser i det foregående år. I oktober lå den på 3,5 pct., hvilket var uændret i forhold til september. Omkostningerne ved udstedelse af markedsbaseret gæld var på 3,4 pct., hvilket også var tæt på niveauet i september. Den gennemsnitlige rente på nye realkreditlån lå igen stabilt på 3,3 pct. i oktober.

Bankernes udlån til virksomheder steg med 2,9 pct. på årsbasis i oktober, hvilket var uændret i forhold til september. Udstedelsen af erhvervsobligationer steg med 3,2 pct., hvilket også var stort set uændret. Realkreditlånene steg med 2,8 pct. efter 2,6 pct. i september.

I overensstemmelse med ECB's pengepolitiske strategi har Styrelsesrådet foretaget en dybdegående vurdering af forholdet mellem pengepolitik og finansiell stabilitet. Bankerne i euroområdet er modstandsdygtige, understøttet af stærke kapital- og likviditetsgrader, solid aktivkvalitet og robust rentabilitet. Geopolitisk usikkerhed og muligheden for en pludselig prisjustering på de globale finansielle markeder udgør dog en risiko for den finansielle stabilitet i euroområdet. Makrotilsyn er stadig den første forsvarslinje mod opbygning af finansielle sårbarheder med øget modstandsdygtighed og bevarelse af plads til makrotilsyn.

Pengepolitiske beslutninger

Renten på indlånsfaciliteten, de primære markedsoperationer og den marginale udlånsfacilitet lå uændret på henholdsvis 2,00 pct., 2,15 pct. og 2,40 pct.

Porteføljen under opkøbsprogrammet (APP) og opkøbsprogrammet på foranledning af den pandemiske nødsituation (PEPP) reduceres i et afmålt og forudsigeligt tempo, idet Eurosystemet ikke længere geninvesterer afdragene på hovedstolen fra værdipapirer, der forfalder.

Konklusion

Styrelsesrådet besluttede på mødet den 18. december 2025 at fastholde ECB's tre officielle renter. Det er fast besluttet på at sikre, at inflationen stabiliseres på dets 2 pct.-mål på mellemlangt sigt. Det vil følge en dataforankret tilgang møde for møde til at fastlægge den hensigtsmæssige pengepolitiske kurs. Styrelsesrådets rentebeslutninger baseres på dets vurdering af inflationsudsigterne og de risici, der er forbundet hermed, med udgangspunkt i nye økonomiske og finansielle data samt udviklingen i den underliggende inflation og styrken af den pengepolitiske transmission. Styrelsesrådet forpligter sig ikke på forhånd til en bestemt renteudvikling.

Styrelsesrådet er under alle omstændigheder parat til at tilpasse alle sine instrumenter inden for sit mandat for at sikre, at inflationen stabiliseres vedvarende på det mellemlangsigtede mål, og at den velfungerende transmission af pengepolitikken opretholdes.

