



DEN EUROPÆISKE CENTRALBANK
EUROSYSTEMET

Økonomisk Bulletin

Oversigt

2. udgave / 2026



Den økonomiske, finansielle og monetære udvikling

Oversigt

Styrelsesrådet besluttede på mødet den 19. marts 2026 at fastholde ECB's tre officielle renter. Det er fast besluttet på at sikre, at inflationen stabiliseres på 2 pct.-målet på mellemlangt sigt. På grund af krigen i Mellemøsten er udsigterne blevet betydeligt mere usikre, hvilket har medført opadrettede risici for inflationen og nedadrettede risici for den økonomiske vækst. Den vil have en væsentlig indvirkning på inflationen på kort sigt i form af højere energipriser. Konsekvenserne heraf på mellemlangt sigt afhænger både af konflikten intensitet og varighed og af, hvordan energipriserne påvirker forbrugerpriserne og økonomien.

Styrelsesrådet har et godt udgangspunkt for at navigere i denne usikkerhed. Inflationen har ligget omkring 2 pct.-målet, inflationsforventningerne på længere sigt er solidt forankrede, og økonomien har været robust i de seneste kvartaler. Styrelsesrådet vil bruge nye data i den kommende tid til at vurdere, hvordan krigen vil påvirke inflationsudsigterne og de risici, der er forbundet hermed. Styrelsesrådet følger situationen nøje, og den dataafhængige tilgang vil bidrage til fastlæggelsen af pengepolitikken, hvor dette er relevant.

ECB's stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra marts 2026 omfatter undtagelsesvis data frem til 11. marts, hvilket er en senere skæringsdato end normalt. I basisscenariet ventes den gennemsnitlige samlede inflation at være 2,6 pct. i 2026, 2,0 pct. i 2027 og 2,1 pct. i 2028. Inflationen er blevet opjusteret i forhold til Eurosystemets stabs makroøkonomiske fremskrivninger for euroområdet fra december 2025, navnlig for 2026. Det skyldes, at energipriserne vil være højere på grund af krigen i Mellemøsten. For inflationen ekskl. energi og fødevarer regner staben med et gennemsnit på 2,3 pct. i 2026, 2,2 pct. i 2027 og 2,1 pct. i 2028. Dette er også højere end udviklingen i fremskrivningerne fra december 2025, hovedsagelig på grund af højere energipriser, som bidrager til inflationen ekskl. energi og fødevarer. Staben forventer en gennemsnitlig økonomisk vækst på 0,9 pct. i 2026, 1,3 pct. i 2027 og 1,4 pct. i 2028. Dette indebærer en nedjustering, navnlig for 2026, som afspejler krigens globale virkninger på råvaremarkederne, realindkomsterne og tilliden. Samtidig forventes lav arbejdsløshed, solide balancer i den private sektor og offentlige udgifter til forsvar og infrastruktur fortsat understøtte væksten.

I overensstemmelse med Styrelsesrådets pengepolitiske strategi om at medtage risici og usikkerhed i beslutningstagningen vurderede staben også, hvordan krigen i Mellemøsten kan påvirke den økonomiske vækst og inflationen i visse alternative illustrative scenarier. Disse scenarier er medtaget i fremskrivningerne fra marts 2026, som findes på ECB's websted. Scenarieanalysen tyder på, at en langvarig afbrydelse af olie- og gasforsyningen vil medføre, at inflationen vil ligge over, og væksten under, basisfremskrivningerne. Konsekvenserne for inflationen på

mellemlangt sigt afhænger i afgørende grad af omfanget af indirekte effekter og anden runde-effekter af et kraftigere og mere vedvarende energistød.

Styrelsesrådet vil anvende en dataforankret tilgang møde for møde til at fastlægge den hensigtsmæssige pengepolitiske kurs. Dets rentebeslutninger baseres især på en 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 renteutvikling.

Den økonomiske aktivitet

Økonomien voksede med 0,2 pct. i 4. kvartal 2025 som følge af en stærkere indenlandsk efterspørgsel. Husholdningerne øgede deres forbrug, i takt med at realindkomsterne steg, og arbejdsløsheden forblev tæt på det historisk lave niveau. Byggeri og boligrenoveringer blev styrket, og virksomhederne investerede mere, navnlig på områder som forskning og udvikling, software og databaser. Væksten var ikke længere negativt påvirket af nettoeksporten, som den havde været i de to foregående kvartaler. Den var hovedsagelig understøttet af tjenesteydelser.

Staben anser stadig det private forbrug for at være den vigtigste drivkraft for vækst på mellemlangt sigt. Investeringerne forventes også at fortsætte med at vokse, idet regeringerne øger udgifterne til forsvar og infrastruktur, og virksomhederne i stigende grad investerer i nye digitale teknologier. De eksterne forhold udgør fortsat en udfordring, herunder i lyset af de ustabile globale handelspolitikker.

Krigen i Mellemøsten medfører forstyrrelser i råvaremarkederne og påvirker realindkomsterne og tilliden negativt. Dette har ført til en nedjustering af forbruget og investeringerne i stabens basisfremskrivninger, navnlig for 2026. I basisfremskrivningerne forudses en årlig vækst i realt BNP på 0,9 pct. i 2026, 1,3 pct. i 2027 og 1,4 pct. i 2028. Sammenlignet med fremskrivningerne fra december 2025 er væksten i BNP blevet nedjusteret med 0,3 procentpoint for 2026 og med 0,1 procentpoint i 2027 på grund af den eskalerende krig i Mellemøsten, mens den er uændret for 2028. Virkningen vil være endnu mere udtalt i alternative scenarier med et mere alvorligt og langvarigt energistød.

Stabens basisfremskrivninger er betinget af udviklingen i futurespriserne på energiråvarer på skæringsdatoen 11. marts 2026. I overensstemmelse hermed antages det i basisscenariet, at inflationen vil stige, hvilket vil lægge en dæmper på købekraften, privatforbruget og dermed væksten i BNP, navnlig på kort sigt. Forudsat at der sker et forholdsvis hurtigt fald i energipriserne, som fastsættes på futuresmarkederne for energiråvarer, samt i usikkerheden, forventes denne nedgang at blive midlertidig. På mellemlangt sigt ventes den indenlandske efterspørgsel fortsat at være den vigtigste drivkraft bag væksten i euroområdet, understøttet af et robust arbejdsmarked og offentlige udgifter til infrastruktur og forsvar, navnlig i Tyskland. Med hensyn til eksterne forhold vil euroområdet, selvom eksportvæksten forventes at stige igen som følge af en stigende udenlandsk efterspørgsel, sandsynligvis opleve et fortsat tab af globale markedsandele på grund af vedvarende

udfordringer for konkurrenceevnen, herunder udfordringer af strukturel karakter. Denne udvikling forventes, også selvom toldsatserne på eksport til USA er noget lavere end på tidspunktet for fremskrivningerne fra december 2025.

Styrelsesrådet understregede, at der er et presserende behov for at styrke økonomien i euroområdet og samtidig fastholde sunde offentlige finanser. Enhver finanspolitisk reaktion på energiprisstødet bør være midlertidig, målrettet og skræddersyet. Den aktuelle energikrise understreger nødvendigheden af yderligere at mindske afhængigheden af fossile brændstoffer. Fuldførelsen af opsparings- og investeringsunionen er afgørende for finansieringen af innovation og understøttelsen af den grønne og den digitale omstilling. Den digitale euro og tokeniserede engros-centralbankpenge vil fremme Europas strategiske autonomi, konkurrenceevne og finansielle integration og styrke innovationen inden for betalinger. Det er derfor afgørende, at forordningen om indførelse af den digitale euro vedtages hurtigt. En forenkling og harmonisering af reglerne i hele EU's indre marked vil hjælpe europæiske virksomheder til at vokse hurtigere.

Inflation

Den årlige inflation i euroområdet, målt ved det harmoniserede forbrugerprisindeks (HICP), steg fra 1,7 pct. i januar til 1,9 pct. i februar. Energipriserne var 3,1 pct. lavere end i februar 2026 og 4,0 pct. lavere i januar 2026. Fødevarerpris-inflationen faldt en smule til 2,5 pct. Derimod steg inflationen ekskl. energi og fødevarer fra 2,2 pct. i januar til 2,4 pct. i februar. Denne udvikling afspejlede en stigning i vareinflationen fra 0,4 pct. til 0,7 pct. og en stigning i inflationen i tjenesteydelser fra 3,2 pct. til 3,4 pct.

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. Virksomhedernes indtjening steg yderligere i 4. kvartal 2025, mens enhedslønomkostningerne steg med samme hastighed som i det foregående kvartal. Væksten i lønsum pr. ansat faldt til 3,7 pct. fra 4,0 pct. i 3. kvartal. Forhandlet lønvækst og fremadrettede indikatorer, fx ECB's løntracker og resultaterne af undersøgelser af lønforventningerne, tyder på, at lønomkostningerne vil aftage yderligere i løbet af 2026, hvilket forventes understøtte en tilbagevenden til inflationsmålet.

Stigningen i energipriserne som følge af krigen i Mellemøsten vil få inflationen til at stige til over 2 pct. på kort sigt. Navnlig forventes inflationen at stige kraftigt til 3,1 pct. i 2. kvartal 2026 på grund af en kraftig stigning i energiinflationen forårsaget af krigen for derefter at falde til 2,8 pct. i 3. kvartal som følge af fald i råvarepriserne på energi, som kan udledes af futurespriserne. Ifølge basisfremskrivningerne vil energiinflationen blive negativ i 2027, hovedsagelig på grund af nedadrettede energibasis-effekter, og derefter stige markant i 2028, hvor gennemførelsen af EU's emissionshandelssystem 2 (ETS2) forventes at have en opadrettet virkning på den samlede inflation på 0,2 procentpoint. Fødevarerinflationen forventes at stige fra udgangen af 2026, efterhånden som omkostningspresset fra den kraftige stigning i

energipriserne slår igennem på forbrugerpriserne på fødevarer, inden den aftager i 2028. HICP-inflationen ekskl. energi og fødevarer (HICPX) ventes at aftage fra 2,4 pct. i 2025 til 2,1 pct. i 2028. HICPX-inflationen påvirkes også af omkostningspres som følge af højere energipriser, men dette vurderes at blive afbødet af et noget aftagende pres på lønomkostningerne, den tidligere appreciering af euroen og importgennemtrængningen fra Kina. Overordnet set ventes HICP-inflationen ifølge basisfremskrivningerne at stige fra 2,1 pct. i 2025 til 2,6 pct. i 2026, inden den falder til 2,0 pct. i 2027 for derefter at stige til 2,1 pct. i 2028. Lønvæksten vil aftage i de kommende år, om end i et langsommere tempo end forventet i tidligere fremskrivninger, som følge af visse inflationskompenserende effekter i forbindelse med energiprisstødet. Sammenlignet med fremskrivningerne fra december 2025 er udsigterne for den samlede HICP-inflation blevet opjusteret med 0,7 procentpoint i 2026, hvilket hovedsagelig skyldes energikomponenten. Den er blevet opjusteret med 0,2 procentpoint for 2027 og med 0,1 procentpoint for 2028, fordi omkostningspres som følge af højere energipriser slår igennem på HICPX- og fødevarerkomponenten, mens energikomponenten er blevet nedjusteret noget. Opjusteringen vil være endnu mere udtalt i alternative scenarier med et mere alvorligt og langvarigt energistød.

Hvis de højere energipriser bliver mere vedvarende, kan de føre til en mere generel stigning i inflationen gennem indirekte effekter og anden runde-effekter, og en sådan situation, vil kræve tæt overvågning. Indtil videre ligger de fleste mål for inflationsforventningerne på langt sigt på omkring 2 pct., hvilket understøtter en stabilisering af inflationen omkring Styrelsesrådets mål, mens inflationsforventningerne på de finansielle markeder er steget betydeligt på kortere sigt.

Risikovurdering

De risici, der knytter sig til vækstudsigterne, er nedadrettede, især på kort sigt. Krigen i Mellemøsten udgør er en nedadrettet risiko for økonomien i euroområdet og bidrager til det ustabile globale politiske miljø. En langvarig krig kan få energipriserne til at stige yderligere og i længere tid, end det forventes på nuværende tidspunkt, samt påvirke tilliden negativt. Disse faktorer vil udhule indkomsterne og medføre, at virksomheder og husholdninger bliver mere tilbageholdende med at investere og forbruge. En forværring af tilliden på de globale finansielle markeder kan lægge en yderligere dæmper på efterspørgslen. Yderligere friktion i den internationale handel kan forstyrre forsyningskæderne, mindske eksporten og svække forbrug og investeringer. Andre geopolitiske spændinger, navnlig Ruslands uberettigede krig mod Ukraine, er fortsat en vigtig kilde til usikkerhed. Derimod kan væksten blive højere, hvis de økonomiske virkninger af krigen i Mellemøsten viser sig at blive mere kortvarige end forventet på nuværende tidspunkt. Ydermere kan planlagte forsvars- og infrastrukturudgifter, reformer med henblik på at øge produktiviteten samt indførelse af nye teknologier i virksomhederne i euroområdet øge væksten mere end forventet. Nye handelsaftaler og en dybere integration af det indre marked kan også sætte mere skub i væksten end de nuværende forventninger udtrykker.

De risici, der knytter sig til inflationsudsigterne, er opadrettede, især på kort sigt. En langvarig krig i Mellemøsten kan føre til en større og længerevarende opadrettet justering i energipriserne end forventet på nuværende tidspunkt, hvilket vil øge inflationen i euroområdet yderligere. Denne kan forstærkes og blive mere vedvarende, hvis inflationsforventningerne og lønvæksten reagerer ved at stige, hvis stigningen i energipriserne smitter af på inflationen ekskl. energi i større omfang end antaget i basisscenariet, eller hvis krigen forstyrrer de globale forsyningskæder mere generelt. Fortsatte handelsspændinger kan også medføre mere fragmenterede globale forsyningskæder, begrænse forsyningen af kritiske råvarer og øge kapacitetsbegrænsningerne i euroområdets økonomi. Inflationen kan derimod vise sig at blive lavere, hvis de økonomiske virkninger af krigen i Mellemøsten viser sig at blive mere kortvarige, eller hvis indirekte effekter og anden runde-effekter viser sig at blive mindre udtalte end forventet på nuværende tidspunkt. Inflationen kan også blive lavere, hvis toldsatter medfører en mindre efterspørgsel efter euroområdets eksport end forventet, og hvis lande med overkapacitet yderligere øger deres eksport til euroområdet. Mere ustabile finansielle markeder med større risikoaversion kan påvirke efterspørgslen negativt og dermed også sænke inflationen.

Finansielle og monetære forhold

Krigen i Mellemøsten har haft en betydelig indvirkning på de globale finansielle markeder. Samlet set er de finansielle forhold blevet strammere siden Styrelsesrådets seneste pengepolitiske møde 5. februar 2026. Aktiemarkederne er faldet, og markedsrenterne i euroområdet, især de korte renter, er steget markant.

I januar lå både bankernes udlånsrenter for virksomheder og omkostningerne ved udstedelse af markedsbaseret gæld fortsat på 3,6 pct., mens den gennemsnitlige rente på nye realkreditlån steg en smule til 3,4 pct. Bankernes udlån til virksomheder steg med 2,8 pct. på årsbasis i januar mod 3,0 pct. i december 2025. Det blev dog opvejet af øget udstedelse af virksomhedsobligationer, og den årlige vækst steg til 4,0 pct. fra 3,5 pct. i december. Realkreditlån steg med 3,0 pct., hvilket var uændret i forhold til december.

Pengepolitiske beslutninger

Renten på indlånsfaciliteten, de primære markedsoperationer og den marginale udlånsfacilitet blev fastholdt 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 19. marts 2026 at fastholde ECB's tre officielle renter. Det er fast besluttet på at sikre, at inflationen stabiliseres på 2 pct.-målet 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 renteutvikling.

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.

