EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2023/8

Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

A Kormányzótanács 2023. december 14-ei ülésén úgy határozott, hogy változatlanul hagyja az EKB három irányadó kamatlábát. Bár az elmúlt hónapokban mérséklődött az infláció, rövid távon annak ismételt átmeneti erősödése várható.[1] Az eurórendszer szakértőinek az euróövezetre vonatkozó 2023. decemberi makrogazdasági előrejelzései szerint az infláció mértéke 2024 folyamán várhatóan fokozatosan csökken, majd 2025-ben megközelíti a Kormányzótanács 2%-os célkitűzését. Az eurórendszer szakértői szerint 2023-ban összességében átlag 5,4%-os, 2024-ben 2,7%-os, 2025-ben 2,1%-os, 2026-ban pedig 1,9%-os infláció várható. Az EKB szakértőinek az euróövezetre vonatkozó 2023. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseivel összehasonlítva ez azt jelenti, hogy 2023-ra – és különösen 2024-re – nézve lefelé módosították a korábbi előrejelzést.

Az alapinfláció tovább mérséklődött. Továbbra is magas viszont a belföldi árnyomás, ami elsősorban a fajlagos munkaerőköltségek erőteljes növekedésének tulajdonítható. Az eurórendszer szakértői szerint az energia- és élelmiszerárak nélkül számított inflációs ráta 2023-ban átlagosan 5,0%, 2024-ben 2,7%, 2025-ben 2,3%, 2026-ban pedig 2,1% körül alakul.

A korábbi kamatemelések hatása továbbra is erőteljesen érvényesül a gazdaságban. A szigorúbb finanszírozási feltételeknek kereslet-visszafogó hatásuk van, ami hozzájárul az infláció csökkenéséhez. Az eurórendszer szakértői arra számítanak, hogy rövid távon továbbra is visszafogott marad a gazdasági növekedés. Hosszabb időtávon a gazdaság fellendülése várható a reáljövedelmek – csökkenő infláció és bérnövekedés okozta – emelkedésének és a növekvő külföldi keresletnek köszönhetően. Az eurórendszer szakértői ennek megfelelően úgy ítélik meg, hogy a növekedés mértéke a 2023. évi átlagos 0,6%-ról 2024-re 0,8%-ra, 2025-re, illetve 2026-ra pedig évi 1,5%-ra fokozódik.

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy ítéli meg, hogy az EKB irányadó kamatlábai szintjének kellően hosszú idejű fenntartása jelentősen hozzájárul majd az említett cél eléréséhez. A Kormányzótanács jövőbeni döntései biztosítani fogják, hogy az irányadó kamatlábakat a szükséges ideig megfelelően restriktív szinten határozzák meg.

A Kormányzótanács a továbbiakban is adatvezérelt megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározását illetően. Kamatdöntései a Kormányzótanács inflációs kilátásokra vonatkozó értékelésén

[1] A Gazdasági jelentés e számában szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja 2023. december 13-a volt.

alapulnak majd a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az inflációs alapmutató dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje alapján.

Az EKB irányadó kamatlába a monetáris politikai irányvonal meghatározásának elsődleges eszköze. 2023. december 14-ei ülésén a Kormányzótanács arról is határozott, hogy tovább folytatja az eurórendszer mérlegének normalizációját. 2024 első félévében is teljes egészében újra be kívánja fektetni a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) keretében vásárolt lejáró értékpapírokból befolyó tőketörlesztéseket. Az év második felében havonta átlag 7,5 milliárd euróval kívánja csökkenteni a PEPP-portfóliót. A Kormányzótanács a PEPP program keretében folytatott újrabefektetési tevékenységet 2024 végén kívánja leállítani.

Gazdasági tevékenység

2023 harmadik negyedévében az euróövezet gazdasága – elsősorban a készletszintek csökkenése miatt – kismértékben zsugorodott. A szigorodó finanszírozási feltételek és a mérsékelt külföldi kereslet rövid távon valószínűleg továbbra is negatívan érinti majd a gazdaság teljesítményét. Különösen rosszak a kilátások a magasabb kamatlábak által leginkább érintett két ágazatban, az építőiparban és a feldolgozóiparban. A következő hónapokban a szolgáltatási ágazat is gyengülő tendenciát mutat majd. Ennek okai, hogy az ipar gyengébb teljesítményének tovagyűrűző hatásai vannak, a gazdaság újraindulásának hatásai egyre kevésbé érezhetők, a szigorúbb finanszírozási feltételek viszont egyre szélesebb körben éreztetik hatásukat.

A munkaerőpiac továbbra is támogatja a gazdaságot. A munkanélküliségi ráta októberben 6,5% volt, míg a foglalkoztatás a harmadik negyedévben 0,2%-os bővülést mutatott. Mivel azonban a gyengülő gazdasági teljesítmény visszafogja a munkaerő iránti keresletet, a vállalkozások az elmúlt hónapokban kevesebb állást hirdettek meg. Ráadásul annak ellenére, hogy többen dolgoznak, a ledolgozott órák száma a harmadik negyedév folyamán 0,1%-kal csökkent.

A 2023. decemberi előrejelzések alapján a rendelkezésre álló rövid távú mutatók azt jelzik, hogy 2023 negyedik negyedévében is gyenge gazdasági teljesítményre számíthatunk. Mindazonáltal 2024 elejétől kezdődően erőteljesebb növekedés várható, mivel emelkedik a rendelkezésre álló reáljövedelem – amihez a csökkenő infláció, a jelentős bérnövekedés és a rugalmas foglalkoztatás is hozzájárul –, az export növekedési üteme pedig felzárkózik a bővülő külföldi kereslethez. Az EKB szigorodó monetáris politikája és a kedvezőtlen hitelkínálati feltételek továbbra is éreztetik hatásukat a gazdaságban, ami a rövid távú növekedési kilátásokra is hatással lesz. Ezek a visszafogó hatások az előrejelzési időtáv későbbi szakaszában várhatóan kevésbé érvényesülnek, ami kedvező hatással lesz a növekedésre. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés összességében a 2022-es 3,4%-os szintről 2023-ban várhatóan 0,6%-ra esik vissza, majd 2024-ben 0,8%-ra emelkedik, 2025-ben és 2026-ban pedig 1,5%-os szinten stabilizálódik. A 2023. szeptemberi előrejelzésekhez képest a GDP-növekedési kilátásokat a közelmúltban közzétett

adatok és a gyenge felmérési adatok alapján a 2023/2024-es időszakot illetően kismértékben lefelé módosították, 2025-re viszont változatlanul hagyták.

Az energiaválság enyhülésével a kormányoknak folytatniuk kell a különféle állami támogató intézkedések visszavonását. Erre elkerülhetetlenül szükség van a fokozódó középtávú inflációs nyomás elkerülése érdekében, ami ellenkező esetben a monetáris politika további szigorítását tenné szükségessé. A fiskális politikák kialakítása során el kell érni, hogy azok erősítsék az euróövezet gazdaságának termelékenységét, és fokozatosan mérsékeljék a magas államadósságot. Az euróövezet ellátási kapacitásának növelését szolgáló strukturális reformok és beruházások – amelyeket a Next Generation EU program teljes körű végrehajtása is elősegítene – középtávon segíthetnek az árnyomás csökkentésében, és a digitális átállási folyamatokat is támogatnák. Ennek érdekében fontos, hogy mielőbb megállapodás szülessen az EU gazdaságirányítási keretének reformjáról. Elengedhetetlen továbbá, hogy felgyorsuljanak a tőkepiaci unió és a bankunió megvalósítása érdekében hozott intézkedések.

Infláció

Az Eurostat gyorsjelentése szerint 2023 októberében és novemberében mérséklődött az infláció, amely novemberben éves szinten 2,4%-ra esett vissza. A csökkenés széles körű volt. Tovább mérséklődött az energiaárak inflációja, és összességében viszonylag magas szintje ellenére az élelmiszerár-infláció mértéke is csökkent. 2023 decemberében az energiaárak felfelé irányuló bázishatása miatt az infláció fokozódása várható. Az eurórendszer szakértőinek várakozásai szerint 2024-ben egyéb felfelé irányuló bázishatások, valamint az energiaár-sokk továbbterjedésének akadályozását szolgáló korábbi költségvetési intézkedések fokozatos kivezetése következtében lassulni fog az infláció mérséklődése.

Az energia- és élelmiszerárak nélkül számított infláció mértéke 2023 októbere és novembere között csaknem egy teljes százalékponttal, 3,6%-ra csökkent novemberben. Mindez a javuló kínálati feltételeknek, a korábbi energiasokk hatásai gyengülésének, valamint a szigorúbb monetáris politika által a keresletre és a vállalatok árképzési erejére gyakorolt hatásnak köszönhető. Az áruk és szolgáltatások inflációjának mértéke 2,9%-ra, illetve 4,0%-ra csökkent.

Annak ellenére, hogy októberben az alapinfláció összes mérőszáma csökkenést mutatott, a belföldi árnyomás – elsősorban az erőteljes bérnövekedés és a csökkenő termelékenység következtében – továbbra is magas maradt. A hosszabb távú inflációs várakozások legtöbb mérőszáma 2% körüli értéket mutat, az inflációs kompenzáció egyes piaci alapú mutatói pedig mérséklődtek a korábbi magas szintekhez képest.

A 2023. decemberi előrejelzések szerint az infláció várható átmeneti fokozódása ellenére folytatódni fog az alapvető dezinflációs folyamat. A munkaerőpiac az előrejelzések szerint némi lehűlés ellenére továbbra is kifeszített marad, ami a korábbi magas inflációval összefüggő kompenzációs hatásokkal párosulva erőteljes nominális bérnövekedést eredményez. A bérek növekedése ugyanakkor az

előrejelzési horizonton belül – az inflációs kompenzáció felfelé irányuló hatásainak fokozatos gyengülésével párhuzamosan – várhatóan mérséklődni fog. Bár a nyereségek érzékelhetően nőttek 2022-ben, ez a folyamat az előrejelzési időtávon belül gyengülni fog, illetve pufferként szolgál majd a növekvő munkaerőköltségek kompenzálására. Összességében, mivel a középtávú inflációs várakozások várhatóan továbbra is az EKB 2%-os inflációs célja közelében maradnak, a HICP-infláció mértéke a 2023-as 5,4%-os szintről 2024-re várhatóan átlag 2,7%-ra, 2025-re 2,1%-ra, 2026-ra pedig 1,9%-ra csökken. A 2023. szeptemberi előrejelzésekhez képest a HICP-infláció várható mértékét 2023-ra és 2024-re lefelé módosították, elsősorban a vártnál alacsonyabb közelmúltbeli adatok, illetve az energiahordozók árára vonatkozó alacsonyabb feltételezések miatt, míg 2025-re vonatkozóan az előrejelzés változatlan maradt.

Kockázatértékelés

Továbbra is vannak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos lefelé mutató kockázatok. Alacsonyabb lehet a növekedés mértéke, amennyiben a monetáris politika hatásai a vártnál erősebbnek bizonyulnak. A világgazdaság gyengülése vagy a világkereskedelem további lassulása szintén negatívan érintené az euróövezet növekedési kilátásait. A geopolitikai kockázatok fő forrását Oroszország Ukrajna ellen folytatott tarthatatlan háborúja, valamint a tragikus közel-keleti konfliktus jelenti. A fentiek következtében előfordulhat, hogy a vállalkozások és a háztartások kevésbé bíznak a jövőben. Magasabb lehet a növekedés, ha az emelkedő reáljövedelmek a vártnál nagyobb mértékben növelik a kiadásokat, vagy ha a jelenleg vártnál erőteljesebb lesz a világgazdaság bővülése.

Az inflációval kapcsolatos felfelé mutató kockázatok közé tartoznak a fokozott geopolitikai feszültségek – amelyek rövid távon az energiaárak emelkedését okozhatják –, valamint az élelmiszerárak emelkedésével járó szélsőséges időjárási események. Az infláció abban az esetben is a vártnál magasabb szinten alakulhat, ha az inflációs várakozások meghaladják a Kormányzótanács által meghatározott célértéket, vagy ha a bérek vagy a profitráták a vártnál nagyobb mértékben emelkednek. Meglepő módon alacsonyabb szinten is alakulhat az infláció, amennyiben a monetáris politika a vártnál nagyobb mértékben fogja vissza a keresletet, vagy ha a világ más részein – részben a geopolitikai kockázatok közelmúltbeli növekedésének következtében – váratlanul rosszabbodik a gazdasági környezet.

Gazdasági és monetáris feltételek

A Kormányzótanács 2023. október 26-ai monetáris politikai ülése óta a piaci kamatlábak jelentősen csökkentek és nem érik el a szakértői előrejelzésekben szereplő kamatlábakat. A Kormányzótanács restriktív monetáris politikája továbbra is erőteljesen érezteti hatását a tágabb értelemben vett finanszírozási feltételeket illetően. Októberben ismét emelkedtek a hitelkamatok, a vállalati hitelek esetében 5,3%-ra, a jelzáloghitelek esetében pedig 3,9%-ra.

A magasabb hitelkamatok a hitelek iránti visszafogott kereslettel és a szűkebb hitelkínálattal párosulva tovább gyengítették a hitelezési dinamikát. Októberben a vállalati hitelkihelyezés éves szinten 0,3%-kal csökkent, és a háztartásoknak nyújtott hitelek is csak visszafogott mértékben, éves szinten mindössze 0,6%-kal bővültek. Az alacsonyabb hitelezéssel és az eurórendszer mérlegének csökkenésével párhuzamosan a tágabb értelemben vett – M3-mal mért – pénzmennyiség tovább zsugorodott, és októberben éves szinten 1,0%-os csökkenést mutatott.

Monetáris politikai stratégiájával összhangban a Kormányzótanács alaposan elemezte a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás kölcsönös összefüggéseit. Az euróövezet bankjairól beigazolódott, hogy kellően rugalmasak és ellenállóak. Tőkemutatóik magasak, és az elmúlt évben lényegesen nyereségesebbé váltak. A pénzügyi stabilitást illetően mindazonáltal továbbra is bizonytalanok a kilátások a szigorodó finanszírozási feltételek, a gyenge növekedés és a geopolitikai feszültségek jellemezte jelenlegi környezetben. Rosszabbra fordulhat a helyzet, ha a bankok finanszírozási költségei a vártnál jelentősebb mértékben emelkednek, és ha egyre több hitelfelvevőnek okoz gondot a felvett hitelek törlesztése. Egy ilyen forgatókönyvnek a gazdaságra gyakorolt általános hatásai mindazonáltal kezelhetőek maradnának, ha a pénzügyi piacok fegyelmezetten reagálnának. Továbbra is a makroprudenciális politika marad az első védvonal a pénzügyi sebezhetőségek kialakulásával szemben, és a már meghozott intézkedések hozzájárulnak a pénzügyi rendszer ellenálló képességének megőrzéséhez.

Monetáris politikai döntések

Az irányadó refinanszírozási műveletekre vonatkozó kamatláb, valamint az aktív oldali és a betéti rendelkezésre állás kamatlábai változatlanul 4,50%-os, 4,75%-os, illetve 4,00%-os szinten maradnak.

Az eszközvásárlási program portfóliója ütemesen és kiszámítható módon csökken, mivel az eurórendszer a továbbiakban nem fekteti be újra a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket.

A Kormányzótanács 2024 első félévében is teljes egészében újra be kívánja fektetni a PEPP keretében vásárolt lejáró értékpapírokból befolyó tőketörlesztéseket. Az év második felében havonta átlag 7,5 milliárd euróval kívánja csökkenteni a PEPP-portfóliót. A Kormányzótanács a PEPP program keretében folytatott újrabefektetési tevékenységet 2024 végén kívánja leállítani.

A Kormányzótanács továbbra is rugalmasságot fog alkalmazni a PEPP-portfólióban esedékessé váló törlesztések újbóli befektetésében, hogy elhárítsa a járvánnyal kapcsolatos, a monetáris politikai transzmissziós mechanizmust fenyegető kockázatokat.

Mivel a bankok visszafizetik a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek keretében felvett összegeket, a Kormányzótanács rendszeresen értékelni fogja, hogy a célzott hitelműveletek és azok folyamatban lévő visszafizetései miként járulnak hozzá monetáris politikájának alapállásához.

Következtetés

A Kormányzótanács 2023. december 14-ei ülésén úgy határozott, hogy változatlanul hagyja az EKB három irányadó kamatlábát. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy ítéli meg, hogy a kamatlábak szintjének kellően hosszú idejű fenntartása jelentősen hozzájárul ahhoz, hogy az infláció megfelelő időben visszatérjen a célértékhez. A Kormányzótanács jövőbeni döntései biztosítani fogják, hogy az EKB irányadó kamatlábait az ehhez az időben történő visszatéréshez szükséges ideig megfelelően restriktív szinten határozzák meg. A Kormányzótanács a továbbiakban is adatvezérelt megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározását illetően.

A Kormányzótanács 2024 második félévében csökkenteni kívánja a PEPP-portfoliót, 2024 végén pedig le akarja állítani a PEPP program keretében folytatott újrabefektetési tevékenységet.

A Kormányzótanács mindenesetre készen áll arra, hogy mandátumán belül valamennyi eszközét szükség szerint kiigazítsa annak biztosítása érdekében, hogy az infláció középtávon visszatérjen a célértékhez, és hogy megőrizze a monetáris politikai transzmisszió zavartalan működését.

© Európai Központi Bank, 2024

Postacím 60640 Frankfurt am Main, Németország
Telefon: +49 69 1344 0
Honlap www.ecb.europa.eu

Minden jog fenntartva. A kiadvány kizárólag oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével sokszorosítható.

A Jelentés az EKB Igazgatóságának felügyelete alatt készült. A fordításokat a nemzeti jegybankok készítik el és publikálják.

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2023. december 13.

Az egyes szakkifejezések megtalálhatók az EKB szószedetében (csak angolul).

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-23-004-HU-N