



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

# Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2022/6



# Gazdasági és monetáris folyamatok

## Áttekintés

2022. szeptember 8-án a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 75 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát. E jelentős lépés előrehozza az átmenetet az irányadó kamatlábak érvényben levő erősen alkalmazkodó szintjéről olyan szintekre, amelyek biztosítani fogják az infláció kellő időben történő visszatérését a Kormányzótanács 2%-os középtávú céljához. Aktualizált értékelése alapján a Kormányzótanács az elkövetkező több ülése során várhatóan tovább fogja emelni a kamatlábakat a kereslet csökkentése, valamint az inflációs várakozások tartós felfelé tolódása kockázatával szembeni védekezés érdekében. A Kormányzótanács rendszeresen újra fogja értékelni szakpolitikai pályáját a beérkező információk és a kibontakozó inflációs kilátások fényében. Az irányadó kamatlábakra vonatkozó jövőbeli döntései továbbra is adatfüggőek lesznek, és az ülésről ülésre történő megközelítést követik.

A Kormányzótanács azért hozta ezt a döntést, és emeli várhatóan még tovább a kamatlábakat, mert az infláció még mindig túl magas, és valószínűleg tartósan a célja felett marad. Az Eurostat gyorsbecslése szerint az infláció augusztusban elérte a 9,1 százalékot. A magasan szárnyaló energia- és élelmiszerárak, néhány szektorban a gazdaság újrainyitása miatti keresleti nyomások, valamint kínálati szűk keresztmetszetek még mindig felfelé hajtják az inflációt. Az árnyomások továbbra is erősödnek és szélesednek a gazdaságban, és rövid távon tovább emelkedhet az infláció. Az infláció csökkenni fog, ahogy az infláció jelenlegi mozgatórugói idővel gyengülnek, és a monetáris politika normalizálódása érvényesül a gazdaságban és az árazásban. Előre tekintve az EKB szakértői az inflációs előrejelzéseiket jelentősen felfelé módosították, így infláció 2022-ben várhatóan átlagosan 8,1%, 2023-ban 5,5%, 2024-ben pedig 2,3% lesz.

A 2022 első felében megfigyelt fellendülést követően a legfrissebb adatok az euroövezet gazdasági növekedésének lényeges lassulását jelzik, és a gazdaság az év további részében, valamint 2023 első negyedében várhatóan stagnálni fog. Az igen magas energiaárak mérséklék az emberek jövedelmeinek vásárlóerejét, és bár a kínálati szűk keresztmetszetek enyhülnek, még mindig korlátozzák a gazdasági tevékenységet. Ezenkívül a kedvezőtlen geopolitikai helyzet, különösen Oroszország Ukrajnával szembeni indokolatlan agressziója, nyomasztólag hat a vállalkozások és a fogyasztók bizalmára. E kilátások tükröződnek a gazdasági növekedésre vonatkozó legfrissebb szakértői előrejelzésekben, amelyeket jelentősen lefelé módosítottak az idei év hátralevő részét és a 2023-as év egészét illetően. A szakértők jelenleg arra számítanak, hogy a gazdaság 2022-ben 3,1%-kal, 2023-ban 0,9%-kal, 2024-ben pedig 1,9%-kal fog növekedni.

A járvány által okozott tartós sebezhetőségek még mindig kockázatot jelentenek a monetáris politika zökkenőmentes transzmissziója számára. Következésképpen a Kormányzótanács továbbra is rugalmasságot fog alkalmazni a pandémiás

vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) portfólióban esedékessé váló beváltások újbóli befektetésében, hogy elhárítsa a járvánnyal kapcsolatos, a transzmissziós mechanizmust fenyegető kockázatokat.

## Gazdasági tevékenység

A magas infláció, a szigorúbb pénzügyi feltételek és a kínálattal kapcsolatos hosszan tartó hátráltató tényezők világszerte visszafogják a gazdasági tevékenységet. Felmérési adatok a konjunktúra általános mérséklődését jelzik. Az EKB szakértői által készített 2022. szeptemberi makrogazdasági előrejelzések szerint a globális növekedési kilátások visszafogottak: a globális reál-GDP (az euróövezet nélkül) 2022-ben 2,9%-kal, 2023-ban 3,0%-kal, 2024-ben pedig 3,4%-kal fog növekedni. Az EKB szakértőinek 2022. júniusi makrogazdasági előrejelzéseiben leírtakhoz képest e kilátások gyengébbek, és azt sejtetik, hogy idén és jövőre a világgazdaság várhatóan a hosszú távú átlagától kissé elmaradva fog növekedni, ahogy a konjunktúra lassul a fejlett és a feltörekvő piacgazdaságokban. A gyengébb keresleti kilátások és a jobb kínálat segítettek a kínálati láncok nyomásainak enyhítésében, bár azok még mindig fennállnak. A globális növekedéssel összhangban a világkereskedelemre és az euroövezet külföldi keresletére vonatkozó kilátások szintén romlottak a júniusi prognózisokhoz képest. A nyersanyagárak megugrásai, a hosszan tartó kínálati korlátok, a viszonylag még mindig erős kereslet és a szűk munkaerőpiacok közepette a globális inflációs nyomások továbbra is kiterjedtek és magasak. Ugyanakkor e nyomások a nyersanyagpiacok stabilizálódásával és a növekedés gyengülésével várhatóan mérséklődni fognak. A nagyfokú bizonytalansággal jellemezhető környezetben a kockázatok egyenlege az alap-előrejelzések körül lefelé irányuló a globális növekedésre és felfelé irányuló a globális inflációra vonatkozóan.

2022 második negyedében az euroövezet gazdasága 0,8%-kal nőtt, elsősorban a kontaktintenzív szolgáltatásokra fordított jelentős fogyasztói kiadásoknak köszönhetően, a pandémiával kapcsolatos korlátozások megszüntetésének eredményeként. A nyár folyamán az utazások fokozódásának különösen a jelentős idegenforgalmi ágazatokkal bíró országok látták hasznát. Ugyanakkor a vállalkozások megszenvedték a magas energiaköltségeket és a továbbra is meglévő kínálati szűk keresztmetszeteket, bár utóbbiak fokozatosan enyhülnek. Jóllehet az élénk turizmus támogatja a gazdasági növekedést a harmadik negyedévben, a Kormányzótanács a gazdaság érdemi lassulását várja az év hátralevő részében. Ennek négy fő oka van. Az első, hogy a magas infláció mérsékli a költést és a termelést a gazdaság egészében, és e hátráltató tényezőket erősítik a gázellátásban tapasztalható fennakadások. A második, hogy a következő hónapokban mérséklődni fog a szolgáltatások iránti kereslet erőteljes fellendülése, amely a gazdaság újraindításával járt együtt. A harmadik, hogy – összefüggésben sok jelentősebb gazdaság szigorúbb monetáris politikájával is – a globális kereslet gyengülése, valamint a cserearányok romlása kevesebb támogatást fog jelenteni az euroövezet gazdasága számára. A negyedik, hogy továbbra is jelentős a bizonytalanság, és meredeken esik a bizalom.

Ugyanakkor a munkaerőpiac szilárd maradt, támogatva a gazdasági tevékenységet. 2022 második negyedévében több mint 600.000 fővel nőtt a foglalkoztatottság, a munkanélküliségi ráta pedig júliusban a historikusan alacsony 6,6%-on állt. 2022 második negyedévében 0,6%-kal tovább nőtt az összes ledolgozott órák száma, meghaladva a pandémia előtti szinteket. Előre tekintve a gazdaság lassulása valószínűleg a munkanélküliségi ráta némi emelkedéséhez fog vezetni.

Az EKB szakértői 2022. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseinek euroövezetre vonatkozó alappályája azokon a feltételezéseken alapul, hogy a gáz iránti keresletet enyhíteni fogják a magas árak és az óvatossági energiatakarékosági intézkedések (a gázkereslet legfeljebb 15%-kal való csökkentéséről szóló uniós megállapodást követően), továbbá, hogy a gáz esetén nem lesz szükség jelentősebb adagolásra. Mindazonáltal a télen feltételezhetően szükség lesz némi termelési költség-csökkentésre azon országokban, amelyek erősen függenek az orosz földgáz importjától, és amelyeknél fennáll az ellátási hiány kockázata. Jóllehet a kínálati szűk keresztmetszetek az utóbbi időben a korábban vártnál valamivel gyorsabban enyhültek, továbbra is nyomasztó hatással vannak a konjunktúrára, és feltételezhetően csak fokozatosan szűnnek meg. Középtávon, az energiapiac újbóli egyensúlyba kerülésével a bizonytalanság csökkenni fog, a kínálati szűk keresztmetszetek megszűnnek, és a reáljövedelmek javulnak, továbbá – a kevésbé kedvező finanszírozási feltételek ellenére – a növekedés várhatóan fellendül. A gazdasági tevékenység lassulását követően a munkaerőpiac várhatóan gyengülni fog, bár összességében meglehetősen reziliens marad. Összességében az EKB szakértőinek 2022. szeptemberi előrejelzése szerint az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2022-ben várhatóan 3,1% lesz, majd 2023-ban jelentősen, 0,9%-ra lassul, 2024-ben pedig 1,9%-ra emelkedik. Az EKB szakértőinek 2022. júniusi előrejelzéseikhez képest a GDP növekedésre vonatkozó kilátásokat az év első felében történt kedvező meglepetéseket követően 2022-re 0,3 százalékponttal felfelé, 2023-ra és 2024-re pedig 1,2 százalékponttal, illetve 0,2 százalékponttal lefelé módosították, elsősorban az energiaellátási zavarok, a magasabb infláció és az ezzel kapcsolatos bizalomcsökkenés hatása miatt.

Az EKB szakértőinek 2022. szeptemberi makrogazdasági előrejelzése szerint az euroövezet költségvetési egyensúlya a 2024-ig tartó időszakban egyenletesen – de a júniusi prognózisokhoz képest némileg kevésbé – javulni fog. Ugyanakkor a fiskális prognózisokat továbbra is jelentős, főként az ukrajnai háborúval és az energiapiacok alakulásával kapcsolatos bizonytalanság övezi, ami arra késztetheti a kormányokat, hogy további fiskális ösztönző intézkedéseket hozzanak. Az ilyen fiskális támogató intézkedések nagyrészt a fogyasztók emelkedő megélhetési költségének semlegesítése, különösen az energiával kapcsolatban. Ráadásul az új védelmi képességek finanszírozása és az Oroszország ukrajnai háborúja elől menekülők támogatása szintén szerepet játszik. Mindazonáltal az euroövezet államháztartásának költségvetési hiánya várhatóan tovább csökken a GDP 2021-es 5,1%-áról 3,8%-ra süllyedve 2022-ben, majd pedig 2,7%-ra az előrejelzési időszak végére. A koronavírus (Covid19) válság idején 2020-ban bekövetkezett erőteljes költségvetési lazítást követően tavaly szigorodott a fiskális politikai irányultság, és az előrejelzések szerint a szigorítás még folytatódik, különösen 2023-ban, majd 2024-ban neutrálissá válik. Összefüggésben az ukrajnai háború miatt megnövekedett

bizonytalansággal és a gazdasági kilátások lefelé irányuló kockázataival, továbbá az energiaárak növekedésével, valamint az ellátási láncok folytatódó zavarai miatt, 2022. május 23-án az Európai Bizottság a Stabilitási és Növekedési Paktum általános mentesítési rendelkezése 2023 végéig történő meghosszabbítását javasolta. Ez lehetővé tenné a fiskális politikák alkalmazkodását a változó körülményekhez, amennyiben szükséges. Ugyanakkor, miközben a fiskális egyensúlyhiányok továbbra is meghaladják a járvány előtti szintjeiket, és az infláció kivételesen magas, a fiskális politikának fokozottan szelektívnek és célzottan kell lennie, hogy ne növelje a középtávú inflációs nyomásokat, miközben középtávon biztosítja a fiskális fenntarthatóságot.

A magasabb energiaárak hatását tompító fiskális támogató intézkedéseknek átmenetinek kell lenniük, továbbá a legsérülékenyebb háztartásokat és cégeket kell célozniuk, hogy korlátozzák az inflációs nyomások táplálásának kockázatát, javítsák az állami kiadások hatékonyságát és megőrizték az adósság fenntarthatóságát. A strukturális politikáknak az euroövezet növekedési potenciáljának fokozását és rezilienciájának támogatását kell célozniuk.

## Infláció

Az infláció augusztusban tovább nőtt, 9,1%-ra. Az energiaárak inflációja szélsőségesen magas, 38,3% maradt, és ismét ez volt a teljes infláció domináns összetevője. Piaci alapú mutatók arra utalnak, hogy az olajárak rövid távon mérséklődni fognak, míg a nagykereskedelmi gázárak rendkívül magasan maradnak. Az élelmiszerárak inflációja szinten emelkedett augusztusban (10,6%-ra), részben az energiával kapcsolatos magasabb inputköltségeket, az élelmiszer-nyersanyagok kereskedelmének fennakadásait és a kedvezőtlen időjárási viszonyokat tükrözve. Jóllehet a kínálati szűk keresztmetszetek enyhültek, továbbra is fokozatosan begyűrűznek a fogyasztói árakba, és felfelé irányuló nyomást gyakorolnak az inflációra, csakúgy, mint a szolgáltatási szektorban tapasztalható fellendülő kereslet. Az euro leértékelődése ugyancsak hozzájárult az inflációs nyomások felhalmozódásához. Az árnyomások egyre több szektorra kiterjednek, részben a magas energiaköltségek által az egész gazdaságra gyakorolt hatás miatt. Így az alapinfláció mutatói magas szinteken maradnak, és a legfrissebb szakértői előrejelzések szerint az élelmiszert és energiát nem tartalmazó infláció 2022-ben 3,9%-ot, 2023-ban 3,4%-ot, 2024-ben pedig 2,3%-ot ér el. A reziliens munkaerőpiacok és némi felzárkózás a magasabb infláció ellensúlyozása érdekében valószínűleg támogatják a bérek növekedését. Ugyanakkor beérkező adatok és közelmúltbeli bérmegállapodások azt jelzik, hogy a bérdinamika összességében fékezett marad. A hosszú távú inflációs várakozások legtöbb mutatója jelenleg 2% körül áll, ugyanakkor néhány mutató legújabb cél feletti módosítása folytatódó figyelemmel követést indokol.

Az infláció folyamatosan emelkedik további jelentős kínálati sokkok mellett, amelyek a korábbiakhoz képest gyorsabb ütemben gyűrűznek be a fogyasztói árakba. Az EKB szakértőinek 2022. szeptemberi makrogazdasági előrejelzései szerint a fogyasztóiár-index alapján számított HICP-infláció 2022 hátralevő részében



várhatóan 9% felett marad a szélsőségesen magas energia- és élelmiszernyersanyag-árak, valamint a gazdaság újraindításából eredő felfelé irányuló nyomások, ellátási hiányok és szűk munkaerőpiacok miatt. Az infláció várható csökkenése a 2022-es átlagos 8,1%-ról a 2023-as 5,5%-ra és 2024-es 2,3%-ra főként az energia- és élelmiszerárak inflációjának meredek esését tükrözi, amely negatív bázishatások, valamint a nyersanyagárak feltételezett mérséklődésének eredményeként következik be, összhangban a határidős árakkal. Az energiát és élelmiszereket nem tartalmazó HICP-infláció 2023 közepéig a várakozások szerint példátlanul magas marad, de azután várhatóan szintén csökkenni fog, amint a gazdaság újraindításának hatásai mérséklődnek, valamint a kínálati szűk keresztmetszetek és az energiainput költségnyomásai enyhülnek. Az általános infláció 2024-ben várhatóan az EKB 2%-os célja felett marad. Ennek okai a magas energiaáraknak az infláció energián kívüli összetevőire gyakorolt késleltetett hatásai, az euro közelmúltbeli leértékelődése, a szilárd munkaerőpiacok és az infláció kompenzációjának a bérekre gyakorolt néhány hatása, amelyek várhatóan jóval a historikus átlagok feletti ütemben fognak nőni. Az EKB szakértőinek 2022. júniusi előrejelzéseikhez képest az általános infláció 2022-re (1,3 százalékponttal) és 2023-ra (2,0 százalékponttal) jelentősen, 2024-re pedig kissé (0,2 százalékponttal) felfelé módosult, ami a közelmúlt meglepő adatait, a gáz és a villamos energia nagykereskedelmi áaira vonatkozó feltételezések drámai növekedéseit, erősebb bérnövekedést, valamint az euro legutóbbi leértékelődését tükrözi. E hatások több mint ellensúlyozzák az élelmiszer-alapanyagárak közelmúltbeli csökkenésének, a korábban feltételezettnél kevésbé súlyos ellátási szűk keresztmetszeteknek és a gyengébb növekedési kilátásoknak a lefelé irányuló hatását.

## Kockázatértékelés

A globális gazdaság lassulásával összefüggésben a növekedés kockázatai elsősorban lefelé irányulnak, különösen rövid távon. Amint azt a szakértői prognózisok lefelé irányuló forgatókönyve tükrözi, egy hosszan tartó ukrajnai háború továbbra is a növekedést fenyegető jelentős kockázat, különösen, ha a cégeknek és háztartásoknak az energiaellátás adagolásával kell szembesülniük. Ilyen helyzetben tovább romolhat a bizalom, és ismét rosszabbodhatnak a kínálati oldali korlátok. Az energia- és élelmiszerköltségek szintén tartósan magasabbak maradhatnak a vártnál. A globális gazdasági kilátások folytatódó romlása tovább fékezheti az euroövezet külső keresletét.

Az inflációs kilátások kockázatai elsősorban felfelé mutatnak. Csakúgy, mint a növekedést illetően, a legfőbb rövid távú kockázat az energiaellátás további fennakadása. Középtávon az infláció a vártnál magasabbnak bizonyulhat az euroövezet gazdasága termelési kapacitásának tartós rosszabbodása, az energia- és élelmiszerárak további növekedése, az inflációs várakozásoknak a Kormányzótanács célja fölé emelkedése vagy az előre látottnál nagyobb béremelkedések miatt. Ha azonban az energiaköltségek csökkennének, vagy középtávon gyengülne a kereslet, az csökkentené az árakra nehezedő nyomást.

## Gazdasági és monetáris feltételek

Az inflációs kilátásokra reagálva a monetáris politika további normalizálódását várva a piaci kamatlábak emelkedtek. Az utóbbi hónapokban megdrágultak a cégeknek nyújtott hitelek, valamint a bankok háztartásoknak kínált jelenlegi hitelkamatai az elmúlt több mint öt év legmagasabb szintjein vannak. A volumeneket illetően a cégeknek nyújtott banki hitelezés eddig erős maradt, ami részben a magas gyártási költségek és a készletfelhalmozás finanszírozási szükségletét tükrözi. A szigorodó hitelezési standardok, emelkedő hitelfelvételi költségek és a gyenge fogyasztói bizalom következtében a háztartásoknak nyújtott jelzáloghitelezés mérséklődik.

## Monetáris politikai döntések

A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy döntött, hogy 75 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábat. Ennek megfelelően, 2022. szeptember 14-i hatállyal az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 1,25%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 1,50%-ra, a betéti rendelkezésre állás kamatlába pedig 0,75%-ra emelkedett. E jelentős lépés előrehozza az átmenetet az irányadó kamatlábak érvényben levő erősen alkalmazkodó szintjéről olyan szintekre, amelyek támogatni fogják az infláció kellő időben történő visszatérését a Kormányzótanács 2%-os középtávú céljához. A Kormányzótanács azért hozta ezt a döntést, és emeli várhatóan még tovább a kamatlábakat, mert az infláció még mindig túl magas, és valószínűleg tartósan a célja felett marad. Az irányadó kamatlábakra vonatkozó jövőbeli döntések továbbra is adatfüggőek lesznek, és az ülésről ülésre történő megközelítést követik.

A betéti rendelkezésre állás kamatlábának nulla fölé emelését követően már nincs szükség a többlettartalékok kamatozásának kétszintű rendszerére. Ezért 2022. szeptember 8-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a szorzó nullára állításával felfüggeszti a kétszintű rendszert.

A Kormányzótanácsnak az a szándéka, hogy továbbra is maradéktalanul újra befekteti az eszközvásárlási program keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket az EKB irányadó kamatlábainak emelése megkezdésének időpontját követően még hosszabb ideig, de mindenképpen addig amíg az a bőséges likviditási feltételek és a megfelelő monetáris politikai irányvonal fenntartásához szükséges. Ami a PEPP-et illeti, a Kormányzótanács legalább 2024 végéig kívánja folytatni a program keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztések újrabefektetését. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést. A PEPP-portfólió esedékes visszaváltásait rugalmasan újra befektetik, hogy ellensúlyozzák a világválsághoz kapcsolódó monetáris politikai transzmissziós mechanizmust érintő kockázatokat.

A Kormányzótanács továbbra is nyomon követi a banki finanszírozási feltételeket, és biztosítja, hogy a célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozata (CHLRM-III) szerinti műveletek futamidejének lejáta ne hátráltassa a

monetáris politika akadálytalan transzmisszióját. Emellett rendszeresen értékelni fogja, hogy a célzott hitelműveletek miként járulnak hozzá monetáris politikájának alapállásához.

A monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának megőrzése és a rendezett piaci működés megvédése érdekében a Kormányzótanács 2022. szeptember 8-án úgy határozott, hogy ideiglenesen megszünteti a kormányzati betétek kamatozásának 0%-os kamatplafonját. Ehelyett a plafon átmenetileg az eurorendszer betéti rendelkezésre állási kamatlába és a rövid lejáratú eurokamatláb (€STR) közül az alacsonyabbikon marad, pozitív betéti rendelkezésre állási kamatláb esetén is. Az intézkedés várhatóan 2023. április 30-ig lesz érvényben. E változás meggátolja a betétek hirtelen kiáramlását a piacra egy olyan időszakban, amikor az euroövezeti repópiacok néhány szegmense fedezethiány jeleit mutatja, és lehetővé fogja tenni annak mélyreható értékelését, hogy a pénzpiacok miként igazodnak a pozitív kamatlábakhoz való visszatéréshez.

A Kormányzótanács készen áll arra, hogy mandátumán belül valamennyi eszközt szükség szerinti kiigazítsa annak biztosítása érdekében, hogy az infláció középtávon a 2%-os célértékénél stabilizálódjon. A transzmisszióvédelmi eszköz rendelkezésre áll olyan indokolatlan, rendellenes piaci dinamikákkal szembeni ellenintézkedés céljára, amelyek komoly fenyegetést jelentenek a monetáris politika transzmissziójára nézve valamennyi euroövezeti országban, lehetővé téve így, hogy a Kormányzótanács eredményesebben teljesítse árstabilitási mandátumát.



© Európai Központi Bank, 2022.

Postacím 60640 Frankfurt am Main, Németország  
Telefon +49 69 1344 0  
Honlap [www.ecb.europa.eu](http://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: 2022. szeptember 7.

Az egyes szakkifejezések megtalálhatók az [EKB szövszedetében](#) (csak angolul).

ISSN 2363-3611 (pdf)  
EU katalógusszám QB-BQ-22-003-HU-N