



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2022/8



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

2022. december 15-én a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 50 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát és az inflációs kilátások jelentős felfelé módosítása alapján várhatóan tovább növeli azokat. Nevezetesen, a Kormányzótanács megítélése szerint a kamatlábaknak még mindig jelentősen és egyenletes tempóban emelkedniük kell, hogy olyan szinteket érjenek el, amelyek kellően restriktívek ahhoz, hogy biztosítsák az inflációnak a 2%-os középtávú célhoz való kellő időben történő visszatérését. A kamatlábak korlátozó szinteken tartása idővel csökkenteni fogja az inflációt a kereslet lehűtésével, valamint el fogja hátrítani az inflációs várakozások tartós felfelé tolódásának kockázatát. A Kormányzótanács irányadó kamatlábakra vonatkozó jövőbeli döntései továbbra is adatfüggőek lesznek, és az ülésről ülésre történő megközelítést követik.

Az EKB irányadó kamatlábai jelentik a Kormányzótanács elsődleges eszközét a monetáris politikai irányultság meghatározásához. Decemberi ülésén a Kormányzótanács az eurorendszer monetáris politikai értékpapír-állománya normalizálásának elveit is megtárgyalta. 2023 elejétől kezdődően az eszközvásárlási program (EVP) portfóliója ütemesen és kiszámítható módon csökkenni fog, mivel az eurorendszer nem fogja teljes mértékben újból befektetni a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket. A csökkenés mértéke havonta átlagosan 15 milliárd € lesz 2023 második negyedévének végéig; ezt követő ütemezése később kerül meghatározásra.

A Kormányzótanács 2023. februári ülésén teszi közzé az EVP-állomány csökkentésének részletes paramétereit. A Kormányzótanács rendszeresen újraértékeli majd az EVP-portfólió csökkentésének ütemét annak biztosítása érdekében, hogy az konzisztens maradjon az átfogó monetáris politikai stratégiával és irányultsággal, valamint, hogy megvédje a piac működését és határozott ellenőrzés alatt tartsa a rövid távú pénzügyi feltételeket. Ezenkívül 2023 végére a Kormányzótanács felülvizsgálja a rövid lejáratú kamatlábak irányításának működési keretét, ami tájékoztatást fog nyújtani a mérlegnormalizálási folyamat végpontját illetően.

2022. decemberi ülésén a Kormányzótanács a kamatlábak emelése mellett döntött, és várhatóan jelentősen tovább növeli azokat, mert az infláció továbbra is túlzottan magas, és előreláthatólag túl sokáig marad a cél felett. Az Eurostat gyorsbecslése szerint az infláció novemberben 10,0 százalék volt, ami kissé alacsonyabb az októberi 10,6%-os értéknél. A csökkenés főként az alacsonyabb energiaár-inflációnak volt köszönhető. Az élelmiszerárak inflációja és a gazdaságra kiterjedő mögöttes árnövekedések megerősödtek, és egy ideig még fennmaradnak. Kivételes bizonytalanság közepette az eurorendszer szakértői lényegesen felfelé módosították inflációs előrejelzéseiket. Most úgy vélik, hogy 2022-ben az átlagos infláció 8,4%-ot ér el, mielőtt 2023-ban 6,3%-ra csökken, és az infláció várhatóan határozottan

mérséklődik az év folyamán. Az előrejelzések szerint az infláció 2024-ben átlagosan 3,4%, 2025-ben pedig 2,3% lesz. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó infláció az előrejelzések szerint 2022-ben átlagosan 3,9% lesz, 2023-ban 4,2%-ra emelkedik, majd 2024-ben 2,8%-ra, 2025-ben pedig 2,4%-ra csökken.

Az energiaválság, a jelentős bizonytalanság, a gyengülő globális konjunktúra és a szigorúbb finanszírozási feltételek miatt az euroövezet gazdasága 2022 negyedik és 2023 első negyedévében zsugorodhat. Az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozóan készített 2022. decemberi makrogazdasági előrejelzései szerint a recesszió viszonylag rövid ideig tartana és sekély lenne. Mindazonáltal a növekedés 2023-ban várhatóan mérsékelt lesz, és jelentősen lefelé módosult az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2022. szeptemberi előrejelzéseikhez képest. A rövid távon túl előreláthatólag helyreáll a növekedés, ahogy a jelenlegi ellenszelek enyhülnek. Összességében a 2022. decemberi előrejelzések szerint a gazdasági növekedés 2022-ben 3,4%, 2023-ban 0,5%, 2024-ben 1,9%, 2025-ben pedig 1,8% lesz.

Gazdasági tevékenység

A megnövekedett geopolitikai bizonytalanság, a magas és emelkedő infláció, valamint a szigorú pénzügyi feltételek mellett romlottak a globális gazdasági kilátások. A 2022. decemberi prognózisok szerint a(z euroövezetet nem tartalmazó) globális reál-GDP-növekedési ütem – elmaradva hosszú távú átlagától – 2023-ban előreláthatólag 2,6%-ra lassul, mielőtt fokozatosan emelkedik, 2024-ben 3,1%-ra, 2025-ben pedig 3,3%-ra. E kilátások gyengébbek a 2022. szeptemberi prognózisokban leírtakhoz képest. A világkereskedelemre és az euroövezet külföldi keresletére vonatkozó kilátások szintén romlottak a 2022. szeptemberi prognózisokhoz képest. A globális árnyomások széles körűek és magasak maradnak a továbbra is viszonylag erős kereslet, szűk munkaerőpiacok és magas élelmiszerárak közepette, de várhatóan csökkenni fognak, amint a nyersanyagpiacok stabilizálódnak és a növekedés gyengül. A nagyfokú bizonytalansággal jellemezhető környezetben a kockázatok egyenlege az alap-előrejelzések körül lefelé irányuló a globális növekedésre és felfelé irányuló a globális árnyomásra vonatkozóan.

Az euróövezet gazdasági növekedése az év harmadik negyedévében 0,3%-ra lassult. A magas infláció és a szigorúbb finanszírozási feltételek visszafogják a kiadásokat és a termelést azáltal, hogy csökken a háztartások reáljövedelme és a vállalatok költségei is emelkednek. A világgazdaság is lassul, összefüggésben különösen az Oroszország Ukrajna és annak népe ellen folytatott indokolatlan háborúja miatti folytatódó geopolitikai bizonytalansággal, valamint a világszerte szigorúbb finanszírozási feltételekkel. A cserearányokban bekövetkezett romlás, amely az importárak exportárakhoz viszonyított gyorsabb emelkedését tükrözi, továbbra is nyomasztólag hat a vásárlóerőre az euroövezetben.

Pozitív fejlemény, hogy a foglalkoztatás 0,3%-kal nőtt a harmadik negyedévben, és a munkanélküliség 6,5%-os új történelmi mélypontot ért el októberben. Az emelkedő

bérek helyreállítják az elveszített vásárlóerő egy részét, támogatva a fogyasztást. Ugyanakkor a gazdaság gyengülésével a munkahelyteremtés valószínűleg lassul, míg a munkanélküliség növekedhet az elkövetkező negyedévekben.

Némileg gyengültek az euroövezet kilátásai, a 2022. szeptemberi előrejelzéseknél gyengébb növekedéssel, valamint magasabb és tartósabb inflációval. A szakértők jelenleg rövid ideig tartó és csekély euroövezeti recessziót várnak az idei év végére, illetve a jövő év elejére. Az ukrajnai háború gazdasági következményeinek kiterjedésével, ahogy azok táplálják az erős inflációs nyomásokat, a fogyasztói és üzleti bizalom mérsékelt maradt, miközben a rendelkezésre álló reáljövedelmek erodálódnak, és a magasba szökő költségnyomások korlátozzák a termelést, különösen az energiaigényes iparágakban. Fiskális politikai intézkedések várhatóan részben mérséklik a negatív gazdasági következményeket. Ráadásul a földgázkészletek magas szintje, valamint a kereslet csökkentésére és az orosz gáz alternatív forrásokkal való felváltására irányuló folyamatban levő erőfeszítések azt jelentik, hogy az euroövezetben az előrejelzési horizonton várhatóan nem lesz szükség energiával kapcsolatos termelés-csökkentésekre elrendelésére, bár az energiaellátás fennakadásainak kockázatai továbbra is magasak, különösen a 2023/24-es telet illetően. Középtávon, az energiapiac újbóli egyensúlyba kerülésével a bizonytalanság várhatóan csökkenni fog, és a reáljövedelmek javulni fognak. Ennek eredményeként a gazdasági növekedés újbóli fellendülése várható, amit támogat az erősödő külföldi kereslet és a kínálatban még meglévő szűk keresztmetszetek megszűnése is, a kevésbé kedvező finanszírozási feltételek ellenére. A munkaerőpiac várhatóan viszonylag ellenállóképes marad a közelgő enyhe recesszióval szemben, tükrözve a munkaerő-tartalékolást a még mindig jelentős munkaerőhiányok közepette. Összességében az éves átlagos reál-GDP-növekedés várhatóan jelentősen lelassul, a 2022-es 3,4%-ról 2023-ban 0,5%-ra, majd 2024-ben 1,9%-ra, 2025-ben pedig 1,8%-ra emelkedik. A 2022. szeptemberi előrejelzésekhez képest a GDP növekedésre vonatkozó kilátásokat a nyári kedvező meglepetések követően 2022-re 0,3 százalékponttal felfelé, 2023-ra vonatkozóan pedig 0,4 százalékponttal lefelé módosították, míg 2024-re vonatkozóan változatlan maradt.

A 2022. decemberi előrejelzések szerint 2023-ban az euroövezet költségvetési egyenlege rosszabbodni, majd azt követően javulni fog, míg az államadósság előreláthatólag a teljes előrejelzési horizonton mérséklődik. A 2022-re becsült javulás után (a GDP 2021-es -5,1%-áról 2022-ben -3,5%-ra) a költségvetés egyenlege 2023-ban várhatóan -3,7%-ra csökken. További javulás várható 2024-ben és – kisebb mértékben – 2025-ben, amikor a költségvetés egyenlege az előrejelzés szerint a GDP -2,6%-ának felel majd meg. Mindazonáltal ez még mindig jóval a járvány előtti szint (-0,6%) alatt van. A 2020-ban megfigyelt meredek emelkedést követően az euroövezet aggregált államadóssága várhatóan mérséklődni fog az előrejelzési horizonton, és 2025-ben a GDP 88%-át éri el, ami még mindig meghaladja a járvány előtti szintet (84%). E várt csökkenés főként a nominális GDP növekedése miatti kedvező kamatláb-növekedés különbözeteknek tulajdonítható, amely több mint ellensúlyozza a megmaradó, bár mérséklődő elsődleges hiányokat.

A gazdaságot a magas energiaárak hatásától védő fiskális támogató intézkedéseknek átmenetieknek és célzottaknak kell lenniük, és azokat úgy kell meghatározni, hogy továbbra is ösztönözzék az alacsonyabb energiafogyasztást. A fenti elveknek meg nem felelő fiskális intézkedések valószínűleg súlyosbítják az inflációs nyomásokat, ami erőteljesebb monetáris politikai választ tenne szükségessé. Ráadásul, összhangban az EU gazdaságirányítási keretrendszerével, a fiskális politikáknak arra kell irányulniuk, hogy termelékenyebbé tegyék az euroövezet gazdaságát és fokozatosan mérsékeljék a magas államadósságot. Az euroövezet kínálati kapacitásának növelését szolgáló szakpolitikák (különösen az energiaszektorban) középtávon segíthetnek az árnyomások csökkentésében. Ezért a kormányoknak sürgősen végre kell hajtaniuk a Next Generation EU program szerinti beruházási és strukturális reformterveiket. Az EU gazdaságirányítási keretrendszerének reformját gyorsan be kell fejezni.

Infláció

Az infláció novemberben 10,0%-ra csökkent, főként az alacsonyabb energiaár-infláció következtében, miközben a szolgáltatások inflációja is mérséklődött. Ugyanakkor az élelmiszerárak inflációja tovább növekedett, 13,6%-ra, mivel az élelmiszergyártás magas inputköltségei begyűrűztek a fogyasztói árakba. Az árnyomások továbbra is erősek az egyes szektorokban, részben a magas energiaköltségek teljes gazdaságra kiterjedő hatása következtében. Novemberben az energia és élelmiszerek nélküli infláció változatlanul 5,0% volt, és az alapinfláció más mutatói is magasak.

A háztartások magas energiaárak és infláció miatti kompenzálását célzó fiskális intézkedések 2023-ban tompítják az inflációt, de visszavonásukat követően ismét emelni fogják azt. A kínálati szűk keresztmetszetek fokozatosan enyhülnek, bár hatásaik továbbra is hozzájárulnak az inflációhoz, különösen az áruk árát növelve. Ugyanez igaz a járvánnyal kapcsolatos korlátozások megszüntetésére: bár gyengül, a felgyülemlett kereslet hatása még mindig felfelé viszi az árakat, különösen a szolgáltatási szektorban. Ezenkívül az euro 2022. évi leértékelődése továbbra is begyűrűzik a fogyasztói árakba.

A bérnövekedés erősödik, amit támogatnak a szilárd munkaerőpiacok, valamint némi bérfelzárkózás, amellyel a dolgozókat kompenzálják a magas infláció miatt. Mivel a tényezők fennmaradnak, a 2022. decemberi prognózisok szerint a bérek jóval a historikus átlagokat meghaladóan nőnek, és felfelé hajtják az inflációt a teljes előrejelzési időszakban. A hosszú távú inflációs várakozások legtöbb mutatója jelenleg 2% körül áll, ugyanakkor néhány mutató további, a célértéket meghaladó felülvizsgálata folyamatos figyelemmel követést indokol.

Kivételes bizonytalanság közepette az eurorendszer szakértői lényegesen felfelé módosították inflációs előrejelzéseiket. Az infláció a 2022. évi átlagosan 8,4%-ról 2023-ban várhatóan 6,3%-ra csökken, a 2022. utolsó negyedévi 10%-ról pedig 3,6%-ra mérséklődik 2023 utolsó negyedévében. Ezt követően az infláció várhatóan 2024-ben átlagosan 3,4%-ra, 2025-ben pedig 2,3%-ra csökken. Az infláció

mérséklődése az előrejelzési horizonton az energiával kapcsolatos erős lefelé irányuló bázishatásokat tükröz 2023 folyamán, valamint az EKB monetáris politikája 2021 decemberében kezdődött normalizálásának fokozatos hatását, a gyengébb növekedési kilátásokat, továbbá az energia- és élelmiszeryersanyag-árak feltételezett csökkenését összhangban a határidős árakkal, valamint azt a feltételezést, hogy a hosszabb távú inflációs várakozások horgonyzottak maradnak. Az általános infláció várhatóan az EKB 2%-os középtávú inflációs célja alá esik 2025 második felében, miközben az energia és az élelmiszerek nélküli HICP-infláció 2% felett marad a teljes horizonton. E szívósság a magas energiaárak és (a közelmúltbeli enyhe felértékelődés ellenére) az euro múltbeli meredek leértékelődésének késleltetett közvetett hatásaira vezethető vissza, valamint a szilárd munkaerőpiacokra és a bérekre gyakorolt inflációkompenzációs hatásokra. Nominális alapon a bérek várhatóan a historikus átlagokat jóval meghaladóan nőnek (bár reálértéken az ukrajnai háború előtti szinteken maradnak a teljes előrejelzési horizonton). A 2022. szeptemberi prognózisokhoz képest az általános infláció jelentősen felfelé módosult 2022-re (0,3 százalékponttal), 2023-ra (0,8 százalékponttal) és 2024-re (1,1 százalékponttal) vonatkozóan, tükrözve az utóbbi idők meglepő adatait, a rendszerben levő árnymások erejének és tartósságának átértékelését, valamint azok begyűrűzését, az erőteljesebb bérnövekedést és a magasabb élelmiszeryersanyag-árakat. Ezek a felfelé irányuló hatások több mint ellensúlyozzák az olaj, a gáz és a villanyáram feltételezetten alacsonyabb árának, a kínálati szűk keresztmetszetek gyorsabb enyhülésének, az euro közelmúltbeli felértékelődésének és a gyengébb növekedési kilátásoknak a lefelé irányuló hatását. Fontos, hogy a 2022. szeptemberi prognózisok óta elhatározott új fiskális intézkedések (amelyek többségének célja az energiaár-emelkedések csökkentése 2023-ban) mérséklék a 2023-as infláció felfelé módosítását, de jelentősen hozzájárulnak a 2024-es felfelé módosításhoz, mivel a feltételezések szerint az intézkedések közül sok a hatályát veszti.

Kockázatértékelés

A gazdasági növekedési kilátások kockázatai lefelé mutatnak, különösen rövid távon. Az Ukrajna elleni háború továbbra is jelentős lefelé mutató kockázatot jelent a gazdaság számára. Az energia- és élelmiszerköltségek szintén tartósan magasabbak maradhatnak a vártnál. Az euróövezet növekedését tovább hátráltathatja, ha a világgazdaság a vártnál erőteljesebben gyengülne.

Az inflációs kilátások kockázatai elsősorban felfelé mutatnak. Rövid távon a meglévő rendszerbeli nyomások az energia és az élelmiszerek kiskereskedelmi árainak vártnál erőteljesebb emelkedéséhez vezethetnek. Középtávon a kockázatok elsősorban olyan belföldi tényezőkből erednek, mint az EKB 2%-os célját meghaladó inflációs várakozások tartós emelkedése vagy az előre látottnál magasabb béremelkedések. Ezzel szemben az energiaköltségek csökkenése vagy a kereslet további gyengülése mérsékelné az árnymásokat.

Gazdasági és monetáris feltételek

Ahogy az EKB szigorítja a monetáris politikát, a hitelfelvétel megrághatja a cégek és a háztartások számára. A cégeknek nyújtott banki hitelezés erőteljes marad, mivel a cégek bankhitelekkel váltják fel a kötvényeket, és hitelt használnak a magasabb gyártási és beruházási költségeik finanszírozására. A háztartások kevesebb kölcsönt vesznek fel a szigorúbb hitelezési standardok, az emelkedő kamatlábak, a lakáspiac romló kilátásai és az alacsonyabb fogyasztói bizalom miatt.

A monetáris politikai stratégiával összhangban a Kormányzótanács évente kétszer mélyrehatóan értékeli a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás közötti kölcsönös kapcsolatot. A legutóbbi, 2022. júniusi áttekintés óta a gyengébb gazdaság és az emelkedő hitelkockázat miatt romlott a pénzügyi stabilitási környezet. Ráadásul a gyengébb gazdasági kilátások és a gyengébb fiskális pozíciók közepette fokozódtak a szuverén sebezhetőségek. Szigorúbb finanszírozási feltételek középtávon mérsékelnék a pénzügyi sebezhetőségek felhalmozódását és csökkentenék az infláció kis valószínűségű, de annál nagyobb kárt okozni képes kockázatait („tail risks”) egy rendszerszintű stressz magasabb kockázatának és a növekedés nagyobb lefelé irányuló kockázatainak árán rövid távon. Ráadásul, a banknak nem minősülő pénzügyi intézetek likviditási igénye felerősítheti a piaci volatilitást. Ugyanakkor az euroövezeti bankok kényelmes tőkeszintekkel bírnak, ami segít csökkenteni a szigorúbb monetáris politika pénzügyi stabilitásra gyakorolt mellékhatásait. A makroprudenciális politika marad az első védvonal a pénzügyi stabilitás megőrzésében és a középtávú sebezhetőségek kezelésében.

Monetáris politikai döntések

A Kormányzótanács decemberi ülésén úgy döntött, hogy 50 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát és az inflációs kilátások jelentős felfelé módosítása alapján várhatóan tovább növeli azokat. Ennek megfelelően, 2022. december 21-i hatállyal az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 2,50%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 2,75%-ra, a betéti rendelkezésre állás kamatlába pedig 2,00%-ra emelkedett. A Kormányzótanács megítélése szerint a kamatlábaknak még mindig jelentősen és egyenletes tempóban emelkedniük kell, hogy olyan szinteket érjenek el, amelyek kellően restriktívek ahhoz, hogy biztosítsák az inflációnak a 2%-os középtávú célhoz való kellő időben történő visszatérését. A kamatlábak korlátozó szinteken tartása idővel csökkenteni fogja az inflációt a kereslet lehűtésével, valamint el fogja hátrítani az inflációs várakozások tartós felfelé tolódásának kockázatát. A Kormányzótanács irányadó kamatlábakra vonatkozó jövőbeli döntései továbbra is adatfüggőek lesznek, és az ülésről ülésre történő megközelítést követik.

A Kormányzótanács 2023. február végéig kívánja folytatni az APP keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztések teljes egészében történő újrabefektetését. Ezt követően az EVP portfóliója ütemesen és kiszámítható módon csökkenni fog, mivel az eurorendszer nem fogja teljes mértékben újból befektetni a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket. A csökkenés mértéke havonta

átlagosan 15 milliárd € lesz 2023 második negyedévének végéig; ezt követő ütemezése később kerül meghatározásra. Ami a pandémiás vészvásárlási programot (PEPP) 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 Kormányzótanács továbbra is rugalmasságot fog alkalmazni a PEPP-portfólióban esedékessé váló beváltások 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 miként járulnak hozzá monetáris politikájának alapállásához.

A Kormányzótanács készen áll arra, hogy mandátumán belül valamennyi eszközt szükség szerinti kiigazítsa annak biztosítása érdekében, hogy az infláció középtávon visszatérjen a 2%-os célértékhez. 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, 2023.

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: 2022. december 14.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-22-004-HU-N