



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2023/4



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

Az infláció ugyan csökken, de előrejelzések szerint nagyon sokáig túl magas marad. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. Ennek érdekében 2023. június 15-i ülésén úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal emeli.

A kamatemelés tükrözi a Kormányzótanács aktualizált értékelését az inflációs kilátásokról, az alapinfláció dinamikájáról és a monetáris politikai transzmisszió erejéről. Az eurorendszer szakértőinek, az euroövezetre vonatkozó 2023. júniusi makrogazdasági előrejelzése szerint 2023-ban átlagosan 5,4%-os, 2024-ben 3,0%-os, 2025-ben pedig 2,2%-os fogyasztóiár-index alapján mért infláció várható. A mögöttes árnymások erősek maradnak, bár némelyek a lanyhulás óvatos jeleit mutatják. A múltbeli meglepő emelkedések és a szilárd munkaerőpiacnak a dezinfláció ütemére gyakorolt hatása miatt a szakértők felfelé módosították az energia és élelmiszerek nélküli inflációra vonatkozó prognózisaikat, különösen az idei és a jövő évre vonatkozóan. Jelenleg úgy látják, hogy 2023-ban eléri az 5,1%-ot, majd 2024-ben 3,0%-ra, 2025-ben pedig 2,3%-ra csökken. A szakértők kissé mérsékeltek az idei és a jövő évre vonatkozó gazdasági növekedési előrejelzésüket. Most azzal számolnak, hogy a gazdaság 2023-ban 0,9%-kal, 2024-ben 1,5%-kal, 2025-ben pedig 1,6%-kal fog növekedni.

Ugyanakkor a Kormányzótanács korábbi kamatláb-emelései erőteljesen közvetítődnek a finanszírozási feltételekbe, és fokozatosan hatást gyakorolnak a gazdaságra kiterjedően. A hitelfelvételi költségek meredeken nőttek, és a hitelnövekedés lassul. Mivel várhatóan növekvő mértékben mérséklük a keresletet, a szigorúbb finanszírozási feltételek jelentik a legfőbb okát annak, hogy az előrejelzés szerint az infláció a célhoz közelítve tovább csökken.

A Kormányzótanács jövőbeli döntései biztosítani fogják az EKB irányadó kamatlábainak eléggé restriktív szintekre vitelét ahhoz, hogy elérjék az infláció kellő időben történő visszatérését a 2%-os középtávú célhoz, továbbá biztosítani fogják a kamatlábak e szinteken tartását amíg csak szükséges. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározásáról. Mindenekelőtt, kamatlábdöntései továbbra is az inflációs kilátásokra vonatkozó értékelésén alapulnak majd a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az alapinfláció dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje alapján.

A Kormányzótanács megerősítette, hogy 2023 júliusától beszünteti az eszközvásárlási program (EVP) szerinti nettó eszközvásárlásokat.

Gazdasági tevékenység

2022 negyedik negyedévéhez képest az idei évet a világgazdaság erősebb alapokon kezdte, köszönhetően a kínai gazdaság újraindításának és az egyesült államokbeli munkaerőpiacok ellenálló képességének. A globális konjunktúrát főként a szolgáltatási szektor vezérelte, míg a feldolgozóipari kibocsátás viszonylag mérsékelt marad. Az Egyesült Államok bankszektora március eleji megpróbáltatásainak kedvezőtlen kihatása az akut stressz egy rövid időszakához vezetett a globális pénzügyi piacokon. Azóta a legtöbb eszközár helyreállt az akkoriban regisztrált veszteségekből, miközben a pénzügyi piaci szereplők is lefelé módosították a Szövetségi Tartalékbankrendszer monetáris politikai szigorításának jövőbeli pályájára vonatkozó várakozásaikat. Mindazonáltal a hosszan tartó bizonytalanság fokozza a globális növekedést hátráltató tényezőket, ideértve a magas inflációt, a globális pénzügyi feltételek szigorodását és a geopolitikai feszültségeket. Mindezzel összefüggésben a 2023. júniusi makrogazdasági prognózisban a globális növekedési és inflációs kilátások lényegében változatlanok az EKB szakértőinek 2023. márciusi, az euroövezetre vonatkozó makrogazdasági előrejelzéseivel viszonyítva. A 2023. évi globális növekedés enyhe felfelé módosítása főként a kínai kereslet korábban vártnál erőteljesebb első negyedévi fellendülésével van összefüggésben, amelyet részben ellensúlyozott az Egyesült Államok és más fejlett gazdaságok szigorúbb pénzügyi és hitelfeltételeinek kedvezőtlen hatása. A fejlett gazdaságokban jellemző feszes munkaerőpiacok és továbbra is magas bérnövekedés közepette a 2024-es inflációs kilátások kissé felfelé módosultak, miközben az alacsonyabb nyersanyagárak a 2023-as előrejelített infláció enyhe lefelé irányuló módosítását magyarázzák. Az idei évben a világkereskedelem várhatóan lassúbb ütemben fog nőni, mint a reál-GDP, mivel a globális kereslet összetétele kevésbé kereskedelem-intenzívvé vált. 2023-ra vonatkozóan a világkereskedelem kilátásai lefelé módosultak, bár ez nagyban a 2022 negyedik negyedévéről áthúzódó jelentős negatív hatások és a jelentősebb gazdaságok első negyedévi gyenge eredményei miatt van.

Az euroövezet gazdasága az elmúlt hónapokban stagnált. Ahogy a tavalyi utolsó negyedévben, 2023 első negyedévében is 0,1%-kal zsugorodott, a magán- és az állami fogyasztás visszaesése közepette. Rövid távon a gazdasági növekedés várhatóan gyenge marad, de az év folyamán erősödik, amint az infláció mérséklődik, és az ellátási zavarok tovább enyhülnek. A feltételek a gazdaság különböző szektoraiban egyenlőtlenek: részben az alacsonyabb globális kereslet és a szigorúbb euroövezeti finanszírozási feltételek miatt a feldolgozóipar gyengülése folytatódik, miközben a szolgáltatások reziliensek maradnak.

A munkaerőpiac továbbra is erősség marad. Az év első negyedévében csaknem egymillió új munkahely jött létre, és a munkanélküliségi ráta áprilisban a historikusan alacsony 6,5%-on állt. Az átlagos ledolgozott óraszám ugyancsak emelkedett, bár némileg még mindig valamivel a járvány előtti szintje alatt van.

A 2023. júniusi prognózis szerint a gazdaság az elkövetkező negyedévekben várhatóan visszatér a növekedés útjára, ahogy az energiaárak mérséklődnek, a külső kereslet erősödik és a kínálati szűk keresztmetszetek megszűnnek, lehetővé

téve a cégek számára, hogy ledolgozzák megrendeléseik teljesítésének jelentős hátralékait, amint a bizonytalanság – ideértve a legújabb bankszektorbeli feszültséggel kapcsolatos bizonytalanságot – tovább csökken. Ezenkívül javulni kezdenek a reáljövedelmek, amit támogat a szilárd munkaerőpiac, miközben a munkanélküliség historikus mélypontokra esik az előrejelzési horizonton. Az EKB monetáris politikai szigorítása egyre inkább át fog gyűrűzni a reálgazdaságba. Ez a fiskális támogatások fokozatos visszavonásával középtávon visszafogja a gazdasági növekedést. Összességében az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2023-ban várhatóan 0,9%-ra lassul (a 2022-es 3,5%-ról), majd 2024-ben 1,5%-ra, 2025-ben pedig 1,6%-ra emelkedik. A 2023. márciusi előrejelzéshez képest a GDP-növekedési kilátásokat 2023-ra és 2024-re vonatkozóan 0,1 százalékponttal lefelé módosították, ami főként a szigorúbb finanszírozási feltételeket tükrözi. A GDP növekedése 2025-ben változatlan marad, mivel ezeket a hatásokat várhatóan részben ellensúlyozza a magasabb rendelkezésre álló reáljövedelem és az enyhébb bizonytalanság hatása.

Az euroövezet fiskális kilátásai előreláthatólag javulni fognak az előrejelzési horizonton. A 2022-es jelentős csökkenést követően az euroövezet költségvetési hiánya az előrejelzések szerint 2023 és 2024 során lassabb ütemben, 2025-ben pedig csak kis mértékben (a GDP 2,5%-ára) csökken tovább. A költségvetési egyenleg 2022-höz viszonyított csökkenését az előrejelzési időszak végén a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg javulása magyarázza, amelyet – korlátozottabb mértékben – egy jobb ciklikus összetevő követ, miközben a kamatfizetések a GDP arányában fokozatosan emelkednek az időszak során. Az euroövezeti adósság várhatóan tovább csökken – bár lassabban, mint 2022-ben –, és 2025-re a GDP 87,3%-át teszi ki. Ez főként a negatív kamatláb-növekedés különbözeteinek tulajdonítható, amelyek több mint ellensúlyozzák a fennálló elsődleges hiányokat. Mindazonáltal 2025-ben mind a hiány-, mind az eladósodottsági ráták várhatóan a pandémia előtti szintek felett maradnak. A 2023. márciusi előrejelzésekhez képest a költségvetési egyenleg lényegében változatlan marad a horizont végén, míg az adósságráta 2023–2025-re vonatkozóan némileg felfelé módosult, főként a kevésbé kedvező kamatláb-növekedés különbözetei miatt.

Az energiaválság enyhülésével a kormányoknak haladéktalanul és összehangolt módon vissza kellene vonniuk a vonatkozó támogató intézkedéseket, hogy elkerüljék a középtávú inflációs nyomások fokozását, ami erőteljesebb monetáris politikai választ tenne szükségessé. A fiskális politikákat úgy kell kialakítani, hogy termelékenyebbé tegyék az euroövezet gazdaságát és fokozatosan mérsékeljék a magas államadósságot. Az euroövezet kínálati kapacitásának növelését szolgáló szakpolitikák (különösen az energiaszektorban) középtávon is segíthetnek az árnyomások csökkentésében. Az EU gazdaságirányítási keretrendszerének reformját mielőbb be kell fejezni.

Infláció

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az áprilisi 7,0%-ról májusban 6,1%-ra csökkent az infláció. A csökkenés széles körű volt. Az energiaár-infláció, amely áprilisban még

emelkedett, ismét csökkenő tendenciát mutatott, és májusban negatív volt. Az élelmiszerár-infláció újra csökkent, de továbbra is magas, 12,5%-os maradt.

Az energia és az élelmiszerek nélküli infláció májusban már a második egymást követő hónapban csökkent, az áprilisi 5,6%-ról 5,3%-ra. Az árupiaci infláció tovább csökkent, 5,8%-ra az áprilisi 6,2%-ról. A szolgáltatások inflációja hónapok óta először csökkent, 5,2%-ról 5,0%-ra. A mögöttes árnyomások erősek maradnak, bár némelyek a lanyhulás óvatos jeleit mutatják.

Az energiaköltségek múltbeli emelkedése még mindig felfelé nyomja az árakat az egész gazdaságban. A gazdaság újraindítását követően megugró kereslet is tovább emeli az inflációt, különösen a szolgáltatások terén. A részben egyszeri kifizetéseket tükröző bérnyomások az infláció egyre fontosabb forrásává válnak. Az első negyedévben az egy munkavállalóra jutó javadalmazás 5,2%-kal, a kialakult bérek 4,3%-kal nőttek. Emellett a cégek néhány szektorban viszonylag magasán tudták tartani a nyereségüket, különösen ott, ahol a kereslet nagyobb volt, mint a kínálat. Annak ellenére, hogy a hosszú távú inflációs várakozások legtöbb mutatója jelenleg 2% körül áll, néhány mutató továbbra is magasabb, ezért ezeket szorosan figyelemmel kell kísérni.

Az 2023. júniusi előrejelzés szerint, miközben az energiainfláció 2023 folyamán egyre negatívabbá kezd válni, és az élelmiszerinfláció jelentősen mérséklődik, az általános infláció várhatóan tovább csökken, és az utolsó negyedévben 3% körül lesz. Mindazonáltal az energia és élelmiszerek nélküli HICP-infláció rövid távon várhatólag megelőzi az általános inflációt, és a felett marad 2024 elejéig, bár 2023 második felétől egy fokozatosan lefelé irányuló pályát követ. Ahogy a múltbeli energiaársokk és más rendszerbeli árnyomások közvetett hatásai fokozatos elgyengülnek, vezérelve a várt csökkenést, a munkaerőköltségek lesznek az energiát és élelmiszert nem tartalmazó HICP-infláció domináns mozgatórugója. A bérnövekedés az előrejelzési horizont nagyobb részén várhatóan a historikus átlagának kétszerese felett marad, amit az inflációs kompenzáció és a szűk munkaerőpiac, valamint minimumbér-emelkedések vezérelnek. Mindazonáltal a 2022-ben érzékelhetően növekvő haszonkulcsok középtávon várhatóan pufferként működnek e költségek bizonyos begyűrűzése ellen. Ezenkívül a monetáris politikának az elkövetkező években tovább kell mérsékelnie az alapinflációt. Összességében a fogyasztóiár-index alapján mért infláció várhatóan a 2022-es 8,4%-ról 2023-ban átlagosan 5,4%-ra, 2024-ben 3,0%-ra, 2025-ben pedig 2,2%-ra csökken. A 2023. márciusi előrejelzésekhez képest a teljes előrejelzési horizonton a fogyasztóiár-index alapján mért inflációs kilátásokat kissé felfelé módosították. Ennek fő oka az energia és élelmiszerek nélküli HICP-infláció jelentős felfelé módosítása, amely a vártnál magasabb közelmúltbeli inflációs eredmények és némileg erősebb fajlagos munkaköltségek miatti felülvizsgálatokat tükröz, és ezen eredmények és munkaköltségek több mint ellensúlyozták az alacsonyabb energiaár-feltevés és szigorúbb finanszírozási feltételek hatását.

Kockázatértékelés

A Kormányzótanács megítélése szerint a gazdasági növekedés és az infláció kilátásai továbbra is erősen bizonytalanok. A növekedés lefelé irányuló kockázatai közé tartozik Oroszország Ukrajna elleni jogtalan háborúja és a tágabb geopolitikai feszültségek kiéleződése, ami széttagolhatja a világkereskedelmet, és ezáltal fékezheti az euroövezeti gazdaságot. A növekedés akkor is lassulhat, ha a monetáris politika hatásai a jelzethnél erőteljesebbek. Az újfent kiéleződő pénzügyi piaci feszültségek nyomán a vártnál is tovább szigorodhatnak a finanszírozási feltételek, és gyengülhet a bizalom. Ezenkívül a gyengébb világgazdasági növekedés is még jobban visszafoghatja az euroövezet gazdasági teljesítményét. Ugyanakkor a növekedés a prognosztizáltnál nagyobb is lehet, ha az erős munkaerőpiac és az enyhülő bizonytalanság nyomán az emberek és a vállalkozások bizalma megerősödik, és többet költenek.

Az infláció felfelé irányuló kockázatai közé tartozik az energia- és élelmiszerárakra gyakorolt kiújuló felfelé ható nyomás, ami összefüggésben áll Oroszország Ukrajna elleni háborújával is. A Kormányzótanács célját meghaladó inflációs várakozások tartós emelkedése vagy a bérek és a profitmarzsok vártnál nagyobb mértékű növekedése magasabbra hajthatják az inflációt, akár középtávon is. A közelmúltbeli bérmegállapodások számos országban fokozták az infláció felfelé irányuló kockázatait. Ezzel szemben a kiújuló pénzügyi feszültségek az előre jelzethnél gyorsabban levihetik az inflációt. A gyengébb kereslet - például a monetáris politika erőteljesebb transzmissziója miatt – szintén alacsonyabb árnyomásokhoz vezetne, különösen középtávon. Az infláció emellett abban az esetben is gyorsabban eshet, ha a csökkenő energiaárak és kisebb mértékű élelmiszerár-emelkedések a jelenleg vártnál gyorsabban átgyűrűznek az egyéb árukra és a szolgáltatásokra.

Gazdasági és monetáris feltételek

A monetáris politikai szigorítás továbbra is tükröződik a kockázatmentes kamatlábakban és a szélesebb értelemben vett finanszírozási feltételekben. A bankok finanszírozási feltételei szigorodnak, és a hitelfelvétel megdrágul a cégek és a háztartások számára. A hitelkamatok áprilisban több mint egy évtizedes rekordot értek el, ahogy a vállalati hitelek esetében 4,4%-ra, a jelzáloghiteleknél pedig 3,4%-ra emelkedtek.

A magasabb hitelkamatok a szigorúbb hitelkínálati feltételekkel és az alacsonyabb hitelkereslettel együtt tovább gyengítették a hitelezési dinamikát. A cégeknek nyújtott hitelek éves növekedése áprilisban ismét mérséklődött, 4,6%-ra. Az előző hónapoz viszonyított változások átlagos szinten már 2022 novembere óta negatívak. A háztartási hitelezés áprilisban 2,5%-os éves ütemben, havi szinten pedig csak csekély mértékben nőtt. A gyenge banki hitelezés és az eurorendszer mérlegének csökkenése nyomán a széles értelemben vett pénzmennyiség folyamatosan gyengébb ütemben, áprilisban 1,9%-kal bővült. A mutató előző hónapoz viszonyított változásai december óta negatívak.

Monetáris politikai stratégiájával összhangban a Kormányzótanács mélyrehatóan értékelt a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás közötti kölcsönös kapcsolatot. A legutóbbi, 2022. decemberi felülvizsgálat óta a pénzügyi stabilitási kilátások továbbra is kihívást jelentenek. A szigorúbb finanszírozási feltételek növelik a bankok finanszírozási költségeit és a kihelyezések hitelkockázat. Ezek a tényezők az amerikai bankrendszerben tapasztalható közelmúltbeli feszültségekkel együtt rendszerszintű stresszhatást okozhatnak, és rövid távon lelassíthatják a gazdasági növekedést. A pénzügyi szektor rugalmasságát akadályozó másik tényező az ingatlanpiacok visszaesése, amelyet felnagyíthatnak a megnövekedett hitelfelvételi költségek és az emelkedő munkanélküliség. Ugyanakkor az euroövezeti bankok tőke- és likviditási pozíciója erős, ami enyhíti a pénzügyi stabilitásra ható említett kockázatokat. A makroprudenciális politika marad az első védvonal a pénzügyi sebezhetőségek kialakulása ellen.

Monetáris politikai döntések

2023. június 15-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 25 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát Ennek megfelelően, 2023. június 21-i hatállyal az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 4,00%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 4,25%-ra, a betéti rendelkezésre állás kamatlába pedig 3,50%-ra emelkedett.

Az eszközvásárlási program (EVP) portfóliója ütemesen és kiszámítható módon csökken, mivel az eurorendszer nem fektet be újból a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket. A csökkenés mértéke havonta átlagosan 15 milliárd euró lesz 2023 júniusának végéig. A Kormányzótanács 2023 júliusától megszünteti az EVP szerinti nettó eszközvásárlásokat.

Ami a pandémiás vészhelyzeti vásárlási 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 és azok folyamatban lévő visszafizetései miként járulnak hozzá monetáris politikájának alapállásához.

Következtetés

Az infláció ugyan csökken, de előrejelzések szerint nagyon sokáig túl magas marad. A Kormányzótanács ennek érdekében 2023. június 15-i ülésén úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal emeli, tekintettel arra az eltökélt szándékára, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez.

A Kormányzótanács jövőbeli döntései biztosítani fogják az EKB irányadó kamatlábainak megfelelően restriktív szintekre kerülését, hogy elérjék az infláció kellő időben történő visszatérését a 2%-os középtávú célhoz, továbbá biztosítani fogják a kamatlábak e szinteken tartását amíg csak szükséges. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározását illetően. Mindenekelőtt, a kamatdöntések továbbra is a Kormányzótanács inflációs kilátásokra vonatkozó értékelésén alapulnak majd a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az alapinfláció dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje alapján.

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

© 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: 2023. június 14.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)

EU katalógusszám QB-BQ-23-002-HU-N