



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2023/2



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

Az előrejelzések szerint az infláció nagyon sokáig túl magas marad. Ezért a Kormányzótanács 2023. március 16-án úgy döntött, hogy 50 bázisponttal megemeli az EKB három irányadó kamatlábát, azzal az elhatározással összhangban, hogy biztosítsa az infláció időben történő visszatérését a 2%-os középtávú célhoz. A fokozott bizonytalanság alátámasztja a Kormányzótanács kamatlábakra vonatkozó döntései adatfüggő megközelítésének fontosságát. A döntéseket a Kormányzótanács inflációs kilátásokra vonatkozó értékelése határozza meg, a beérkező gazdasági és pénzügyi adatoknak, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erejének figyelembevételével.

A Kormányzótanács szoros figyelemmel követi a jelenlegi piaci feszültségeket, és készen áll, hogy szükség szerint reagáljon az euroövezeti árstabilitás és pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében. Az euroövezeti bankszektor reziliens, tőke- és likviditási helyzete erős. Mindenesetre az EKB szakpolitikai eszköztára teljes mértékben fel van szerelve, hogy szükség esetén likviditási támogatást nyújtson az euroövezet pénzügyi rendszerének, és megővja a monetáris politika zökkenőmentes transzmisszióját.

Az EKB szakértőinek új makrogazdasági előrejelzéseit március elején véglegesítették, a pénzügyi piaci feszültségek minapi megjelenését megelőzően. Jellegükből adódóan e feszültségek további bizonytalanságot vonnak maguk után az inflációra és a növekedésre vonatkozó alapvető értékeléseket illetően. E legutóbbi fejleményeket megelőzően a teljes infláció alappályája már lefelé módosult, főként az energiaárak korábban vártnál kisebb hozzájárulása miatt. Az EKB szakértői szerint az infláció 2023-ban átlagosan 5,3%, 2024-ben 2,9%, 2025-ben pedig 2,1% lesz. Ugyanakkor a mögöttes árnymások továbbra is erősek. Az energia és élelmiszerek nélküli infláció februárban tovább emelkedett, és az EKB szakértőinek várakozása szerint 2023-ban átlagosan 4,6%-ot fog kitenni, meghaladva a decemberi prognózisokban előre látott értéket. Ezt követően, 2024-ben várhatóan 2,5%-ra, 2025-ben pedig 2,2%-ra mérséklődik, ahogy a korábbi kínálati sokkokból és a gazdaság újrainyitásából eredő felfelé irányuló nyomások enyhülnek, és a szigorúbb monetáris politika egyre inkább mérsékli a keresletet.

A 2023-as növekedésre vonatkozó alap-előrejelzések átlagosan 1,0%-ra felfelé módosultak az energiaárak csökkenésének, valamint a gazdaság kihívást jelentő nemzetközi környezettel szembeni nagyobb ellenálló képességének eredményeként. Az EKB szakértői később a növekedés további fellendülését várják, 2024-ben és 2025-ben egyaránt 1,6%-ra, egy szilárd munkaerőpiac, javuló bizalom és a reáljövödelmek emelkedésének támogatásával. Ugyanakkor a gazdaság 2024-es és 2025-ös fellendülése a szigorúbb monetáris politika következtében gyengébb a decemberben prognosztizálnál.

Gazdasági tevékenység

A tavalyi év végén, illetve az idei év elején a globális konjunktúra mérsékelt maradt, miközben a rövid távú kilátások fényesebbek lettek, Kína gazdasági újraindításának és a fejlett országok munkaerőpiacai tartós rezilienciájának köszönhetően. A kínálati korlátok enyhülése továbbra is támogatja a globális kereskedelmet, és a teljes infláció csökkenése ellenére a mögöttes árnymások jelentősek maradnak. Mindezek tükrében az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2023. márciusi makrogazdasági előrejelzéseiben szereplő 2023-as és 2024-es globális növekedési kilátásokat az eurorendszer szakértőinek 2022. decemberi makrogazdasági előrejelzéséhez képest felfelé módosították. Miközben a kínai gazdaság újraindítása idén támogatni fogja a globális növekedést, a globális konjunktúra viszonylag mérsékelt marad, és a növekedési ráták 2023-tól 2025-ig a teljes előrejelzési horizonton továbbra is elmaradnak historikus átlagaiktól. A globális kereskedelemre vonatkozó előrejelzések ugyancsak felfelé módosultak, hogy tükrözzék Kína gazdaságának újraindítását, valamint a globális ellátási láncok korlátainak további enyhülését. Fokozódó jelek utalnak arra, hogy a fogyasztóiár-indexszel (CPI) kifejezett globális infláció már 2022-ben elérte legmagasabb értékét, bár az árnymások a globális gazdaságban továbbra is magasak. A dezinflációt világszerte támogatja az ellátási zavarok mérséklődése, az energiaárak esése, valamint az összehangolt monetáris politikai szigorítás. Ugyanakkor a reziliens munkaerőpiacok és az erőteljes bérnövekedés – különösen a jelentősebb fejlett gazdaságokban – arra utalnak, hogy a mögöttes inflációs nyomások erősek maradnak a globális gazdaságban, és a dezinflációs folyamat fokozatos lesz.

2022 utolsó negyedében az euroövezet gazdasága stagnált, és így elkerülte a korábban várt recessziót. Ugyanakkor a belföldi magánkereslet meredeken esett. A magas infláció, az uralkodó bizonytalanságok és a szigorúbb finanszírozási feltételek negatív hatással voltak a magánfogyasztásra és -beruházásokra, amelyek 0,9%-kal, illetve 3,6%-kal csökkentek. Az alapforgatókönyv szerint úgy tűnik, a gazdaság készen áll a fellendülésre a következő negyedévek során. Az ipari termelésnek élénkülnie kell a kínálati feltételek további javulásával, a bizalom folytatódó helyreállításával, valamint a cégek ledolgozzák megrendeléseik teljesítésének jelentős hátralékait. Az emelkedő bérek és a csökkenő energiaárak részben ellensúlyozzák a vásárlóerő-vesztést, amelyet sok háztartás tapasztal a magas infláció eredményeként. Mindez támogatni fogja a fogyasztói kiadásokat. Ráadásul a munkaerőpiac a konjunktúra gyengülése ellenére erős marad. 2022 negyedik negyedében 0,3%-kal nőtt a foglalkoztatottság, a munkanélküliségi ráta pedig a 2023. januári historikusan alacsony szintjén, 6,6%-on maradt.

Az energiaellátás biztosabbá válásával jelentősen mérséklődtek az energiaárak, javult a bizalom, és várhatóan rövid távon valamelyest élénkülni fog a gazdasági tevékenység. Az alacsonyabb energiaárak jelenleg némi költségsökkentő hatást fejtenek ki, különösen az energiaigényes iparágakban, a globális szűk kínálati keresztmetszetek pedig nagyrészt megszűnőben vannak. Az energiapiacra várhatóan folytatódik az egyensúly helyreállása, a reáljövedelmek pedig emelkedni fognak. A külső kereslet erősödésével és feltéve, hogy a jelenlegi pénzügyi piaci feszültségek enyhülnek, a kibocsátás növekedése 2023 közepétől várhatóan újra

élenkülni fog, amit az erőteljes munkaerőpiac is támogat. Mindazonáltal az EKB politikájának folyamatban lévő normalizálása és a piacok által várt további kamatemelések egyre inkább átgyűrűznek a reálgazdaságba, a hitelkínálati feltételek közelmúltbeli szigorodása pedig további visszafogó hatást fejt ki. Ez a fiskális támogatások fokozatos visszavonásával és a jövő téli energiaellátási kockázatokkal kapcsolatban fennmaradó aggodalmakkal együtt középtávon visszafogja a gazdasági növekedést. Mindezek eredőjeként a reál-GDP átlagos éves növekedési üteme (a 2022-es 3,6%-ról) 2023-ban várhatóan 1,0%-ra lassul, majd 2024-ben és 2025-ben 1,6%-ra emelkedik vissza. Az eurorendszer 2022. decemberi szakértői prognózisához képest a GDP-növekedési kilátásokat 2023-ra 0,5 százalékponttal felfelé módosítottuk a 2022 második felének váratlan pozitív fejleményeiből eredő áthúzódó hatások és a jobb rövid távú kilátások miatt, 2024-re és 2025-re pedig 0,3, illetve 0,2 százalékponttal lefelé módosítottuk, mivel a szigorodó finanszírozási feltételek és az euro közelmúltbeli felértékelődése bőven ellensúlyozza az alacsonyabb infláció pozitív jövedelmi és bizalmi hatásait.

Az EKB szakértőinek 2023. márciusi prognózisai szerint az euroövezet fiskális kilátásai előreláthatólag javulni fognak az előrejelzési horizonton. A 2022-re becsült jelentős csökkenést követően az euroövezet költségvetési hiánya az előrejelzések szerint 2023-ban némileg, majd 2024-ben jelentősebben (a GDP 2,4%-ára) csökken, míg 2025-ben változatlan marad. A költségvetési egyenleg 2022-höz viszonyított csökkenését az előrejelzési időszak végén a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg javulása magyarázza, amelyet egy jobb ciklikus összetevő követ, miközben a kamatfizetések a GDP arányában fokozatosan emelkednek az előrejelzési időszakban. Az euroövezeti adósság várhatóan tovább csökken – bár lassabban, mint 2022-ben –, valamint a GDP 87%-a alá 2025-ben. Ez főként a negatív kamatláb-növekedés különbözeteknek tudható be, amelyek bőven ellensúlyozzák a tartós elsődleges hiányt. Mindazonáltal 2025-ben mind a hiány-, mind az eladósodottsági ráták várhatóan a pandémia előtti szintek felett maradnak. A decemberi prognózissal összevetve a 2023–2025-re vonatkozó költségvetési egyenleg pályáját felfelé módosítottuk, bár az előrejelzési időszak végén csak kismértékben, míg a kamatfizetések 2024–2025 során emelkedtek. Az eladósodottsági rátát lefelé módosítottuk, ami elsősorban az elsődleges egyenleg pályájának javulására vezethető vissza.

A gazdaságot a magas energiaárak hatásától védő kormányzati támogató intézkedéseknek átmenetieknek és célzottaknak kell lenniük, és azokat úgy kell meghatározni, hogy továbbra is ösztönözzék az alacsonyabb energiafogyasztást. Ahogy az energiaárak esnek, és az energiaellátás körüli kockázatok mérséklődnek, fontos ezen intézkedések haladéktalan és összehangolt módon való visszavonásának megkezdése. A fenti elveknek meg nem felelő intézkedések valószínűleg növelik a középtávú inflációs nyomást, ami erőteljesebb monetáris politikai választ tesz szükségessé. Emellett, összhangban az EU gazdaságirányítási keretrendszerével, valamint az Európai Bizottság 2023. március 8-i iránymutatásában foglaltaknak megfelelően 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 februárban 8,5%-ra csökkent. A csökkenés az energiaárak újabb meredek esésének eredménye. Ezzel szemben az élelmiszerárak inflációja 15,0%-ra tovább emelkedett, miközben az energiaköltség és az élelmiszertermelés más inputjainak múltbeli megugrása még mindig begyűrűzött a fogyasztói árakba.

Ráadásul a mögöttes árnyomások erősek maradnak. Az energia és élelmiszerek nélküli infláció februárban 5,6%-ra nőtt, és az infláció alapjául szolgáló egyéb mutatók is magasak maradtak. Februárban az energián kívüli ipari termékek inflációja 6,8%-ra emelkedett, ami főként a korábbi kínálati szűk keresztmetszetek és magas energiaárak késleltetett hatásait tükrözte. A szolgáltatások inflációja, amely februárban 4,8%-ra nőtt, továbbra is szintén a múltbeli energiaköltség-növekedések fokozatos begyűrűzésére, a gazdaság újraindításából eredő felgyülemlett keresletre és az emelkedő bérekre vezethető vissza.

A béryomások erősödtek a szilárd munkaerőpiacok és annak következtében, hogy az alkalmazottak igyekeztek visszaszerezni a magas infláció miatt elveszített vásárlóerő egy részét. Ráadásul sok cég növelni tudta profitrátáját azokban a szektorokban, ahol korlátozott volt a kínálat és újjáéledt a kereslet. Ugyanakkor a hosszabb távú inflációs várakozások legtöbb mutatója jelenleg 2% körül áll, bár folyamatos figyelemmel követést igényel, különösen a piaci alapú inflációs várakozások közelmúltbeli volatilitásának fényében.

A meredek energiapiaci korrekció jelentős árnyomáscsökkenéshez vezetett, így most arra számítunk, hogy az infláció gyorsabb ütemben csökken. A tavaly ősszel 40% felett tetőző energiainfláció 2023 második felében negatív értéket vesz fel a – legutóbb Oroszország ukrajnai inváziója előtt megfigyelt szintek alá esett – nyersanyagárak, az erős bázishatások és a magasabb euroárfolyam miatt. Az energiahordozó-árakra vonatkozó kedvezőbb kilátások arra utalnak, hogy 2023-ban a fiskális intézkedések valamivel kisebb szerepet játszanak az energiaárak csökkentésében, és az intézkedések visszavonásával az energiainfláció 2024-re várhatóan kisebb mértékben élénkül.

A harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) egyéb összetevőinek inflációs rátái várhatóan némileg később mérséklődnek, mivel a költségek áthárításával kapcsolatos, az árazási láncban meglévő nyomások – különösen az élelmiszerinfláció esetében –, valamint a múltbeli szűk kínálati keresztmetszetekből és a gazdaság újbóli megnyitásától eredő, elhúzódó hatások a közeljövőben még mindig jelen lesznek. A teljes infláció 2023 végére 3,0% alá csökken, 2024-ben 2,9%-on stabilizálódik, majd tovább mérséklődik a 2,0%-os inflációs cél 2025. harmadik negyedévi eléréséig, míg az éves átlag 2,1% lesz. A teljes inflációval ellentétben az energiát és élelmiszert nem tartalmazó HICP-vel mért maginfláció

2023-ban átlagosan magasabb lesz, mint 2022-ben, ami a múltbeli magas energiaárakból és az euro múltbeli erős leértékelődéséből eredő közvetett hatásokkal összefüggő késleltetett hatásokat tükröz, amelyek rövid távon meghatározóak lesznek. A legújabb energiaár-csökkenéseknek és az euro közelmúltbeli felértékelődésének a maginflációra gyakorolt hatásai csak az előrejelzési időszak későbbi részében lesznek érezhetők. Az infláció középtávon várható csökkenése a monetáris politika normalizálásának fokozatos hatását is tükrözi. Mindazonáltal a feszes munkaerőpiacok és az inflációs kompenzációs hatások arra utalnak, hogy a bérek jóval a múltbeli átlagokat meghaladó ütemben emelkednek, és az előrejelzési időszak végére reálértéken a 2022 első negyedéhez közeli szinteken állnak. A 2022. decemberi prognózissal összehasonlítva a teljes inflációt lefelé módosítottuk az előrejelzési időszak során (2023-ra 1,0, 2024-re 0,5, 2025-re pedig 0,2 százalékponttal). A 2023-ra vonatkozó jelentős lefelé módosítást az elmúlt hónapok energiainflációjának váratlan, nagymértékű csökkenése és a sokkal alacsonyabb energiaár-feltevések okozzák, amelyeket részben ellensúlyoznak az energiát és élelmiszereket nem tartalmazó HICP-inflációról kapott, meglepően magas adatok. A 2024-es és 2025-ös lefelé módosítások a fiskális intézkedések visszavonásának az energiainflációra gyakorolt kisebb hatásával, a közvetett hatások határozottabb lecsengésével és az euro közelmúltbeli felértékelődésének fokozódó átgyűrűzésével kapcsolatosak.

Kockázatértékelés

A gazdasági növekedés kilátásaihoz kötődő kockázatok lefelé mutatnak. A tartósan magas pénzügyi piaci feszültségek a vártnál erősebben szigoríthatják a szélesebb körű hitelfeltételeket, és mérsékelhetik a bizalmat. Oroszország Ukrajna és népe elleni indokolatlan háborúja továbbra is jelentős lefelé irányuló kockázat a gazdaságra nézve, és ismét felfelé nyomhatja az energia és az élelmiszerek árát. Az euroövezet növekedését tovább hátráltathatná, ha a világgazdaság a vártnál erőteljesebben gyengülne. Ugyanakkor a vállalatok gyorsabban alkalmazkodhatnak a kihívást jelentő nemzetközi környezethez, és az energiasokk elmúlásával ez a jelenleg vártnál magasabb növekedést támogathat.

Az infláció felfelé irányuló kockázatai közé tartoznak a meglévő rendszerbeli nyomások, amelyek a kiskereskedelmi árakat rövid távon akár a vártnál magasabbra is repíthetik. Olyan belföldi tényezők, mint a Kormányzótanács célját meghaladó inflációs várakozások tartós emelkedése vagy a bérek és a profitráták vártnál nagyobb mértékű növekedése magasabbra hajthatják az inflációt, akár középtávon is. Ráadásul a vártnál erőteljesebb kínai gazdasági fellendülés fokozhatja a nyersanyagárakat és a külső keresletet. Az infláció lefelé irányuló kockázatai közé tartoznak a tartósan magas pénzügyi piaci feszültségek, amelyek gyorsíthatják a dezinflációt. Ezenkívül a zuhanó energiaárak az alapinflációból és a bérekből eredő mérsékelt nyomással járhatnak. A banki hitelezés erősebb lassulása miatt vagy a monetáris politika előre jelzettnél erőteljesebb transzmissziója miatt gyengül a kereslet szintén hozzájárulna a jelenleg előre látottnál alacsonyabb árnyomásokhoz, különösen középtávon.

Gazdasági és monetáris feltételek

A piaci kamatlábak jelentősen emelkedtek a Kormányzótanács februári ülését követő hetekben. Ugyanakkor súlyos pénzügyi piaci feszültségekkel összefüggésben az emelkedés erőteljesen megfordult a márciusi ülést megelőzően. A bankhitelek megrágultak az euroövezeti cégek számára. Az alacsonyabb kereslet és a szigorúbb hitelkínálati feltételek következtében a cégeknek nyújtott hitelezés tovább gyengült. A háztartások hitelfelvétele szintén megrágult, különösen a magasabb jelzálogkamatlábak miatt. A hitelfelvételi költségek emelkedése és a kereslet ebből eredő csökkenése – a szigorúbb hitelstandardokkal együtt – a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedésének további lassulásához vezetett. E gyengébb hiteldinamika közepette a pénzkínálat növekedése – leglikvidebb összetevői által vezérelve – erősen lelassult.

Monetáris politikai döntések

A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy döntött, hogy 50 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábat. Ennek megfelelően, 2023. március 22-i hatállyal az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 3,50%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 3,75%-ra, a betéti rendelkezésre állás kamatlába pedig 3,00%-ra emelkedik.

Az eszközvásárlási program (EVP) portfóliója ütemesen és kiszámítható módon csökken, mivel az eurorendszer nem fekteti be újból a lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztéseket. A csökkenés mértéke havonta átlagosan 15 milliárd euro lesz 2023 júniusának végéig; ezt követő ütemezése később kerül meghatározásra. 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 miként járulnak hozzá monetáris politikai irányvonalához.

Következtetés

Összefoglalva: az előrejelzések szerint az infláció nagyon sokáig túl magas marad. Ezért a Kormányzótanács márciusi ülésén úgy döntött, hogy 50 bázisponttal megemeli az EKB három irányadó kamatlábat, azzal az elhatározással

összhangban, hogy biztosítsa az infláció időben történő visszatérését a 2%-os középtávú célhoz.

A fokozott bizonytalanság alátámasztja a kamatlábakra vonatkozó döntések adatfüggő megközelítésének fontosságát. A döntéseket a Kormányzótanács inflációs kilátásokra vonatkozó értékelése határozza meg, a beérkező gazdasági és pénzügyi adatoknak, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erejének figyelembevételével.

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, valamint, 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. március 15.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-23-001-HU-N