



EURÓPAI KÖZPONTI BANK
EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2025/2



Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

2025. március 6-ai ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal csökkenti. A betéti rendelkezésre állás kamatlába – azaz a Kormányzótanács által a monetáris politikai irányvonal meghatározására használt kamatláb – csökkentésére vonatkozó döntés különösen az inflációs kilátások, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erősségének aktualizált értékelésén alapul.

A dezinflációs folyamat jó úton halad. Az infláció továbbra is nagyjából a szakértői várakozásoknak megfelelően alakult, és az EKB szakértői által az euroövezetre vonatkozóan készített 2025. márciusi makrogazdasági előrejelzések szorosan illeszkednek a korábbi inflációs kilátásokhoz. A szakértői vélemények szerint az általános infláció 2025-ben átlagosan 2,3%, 2026-ban 1,9%, 2027-ben pedig 2,0% lesz. A 2025-re vonatkozó általános infláció felfelé történő módosítása az erősebb energiaár-dinamikát tükrözi. Az energia és élelmiszerek nélküli inflációra vonatkozóan a szakértők 2025-ben átlagosan 2,2%-ot, 2026-ban 2,0%-ot, 2027-ben pedig 1,9%-ot prognosztizálnak.

Az alapinflációra vonatkozó mérőszámok többnyire arra utalnak, hogy az infláció tartósan a Kormányzótanács 2%-os középtávú célkitűzése körül fog alakulni. A belföldi infláció továbbra is magas, főként azért, mert egyes ágazatokban a bérek és az árak még mindig jelentős késéssel alkalmazkodnak a múltbeli inflációs hullámhoz. A bérnövekedés azonban a várakozásoknak megfelelően mérséklődik, és a nyereség részben tompítja az inflációra gyakorolt hatást.

A monetáris politika jelentős mértékben kevésbé korlátozóvá válik, mivel a kamatcsökkentés következtében a vállalatok és a háztartások számára olcsóbbá válik az új hitelfelvétel, és a hitelállomány növekedése is élénkül. Ugyanakkor a finanszírozási feltételek enyhülését hátráltató tényezők abból erednek, hogy a korábbi kamatemelések még mindig átgyűrűznek a hitelállományba, és a hitelezés összességében visszafogott marad. A gazdaság továbbra is kihívásokkal néz szembe, és a szakértők ismét lefelé módosították növekedési prognózisait – ezek várható értéke 2025-ben 0,9%, 2026-ban 1,2%, 2027-ben pedig 1,3% lesz. A 2025-re és 2026-ra vonatkozó lefelé történő módosítások az alacsonyabb exportot és a beruházások folyamatos gyengeségét tükrözik, részben a nagyfokú kereskedelempolitikai bizonytalanság, részben pedig az általánosabb politikai bizonytalanság miatt. A reáljövedelmek emelkedése és a korábbi kamatemelések egyre kevésbé érezhető hatásai továbbra is a kereslet idővel várható élénkülésének fő hajtóerői.

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. A Kormányzótanács különösen a növekvő

bizonytalanság jelenlegi körülményei között adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog alkalmazni a megfelelő monetáris politikai irányvonal meghatározása során. Ezen belül a Kormányzótanács kamatdöntéseit az inflációs kilátásokra vonatkozó értékelés alapján fogja meghozni a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az alapinfláció dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje ismeretében. A Kormányzótanács nem kötelezi el magát előre egy adott kamatpálya mellett.

Gazdasági tevékenység

Az euroövezet gazdasága valószínűsíthetően mérsékelt növekedést mutatott 2024 negyedik negyedévében. 2025 első két hónapjában számos előző évi trend tovább folytatódott. A feldolgozóipar teljesítménye továbbra is lassítja a növekedést, bár a gazdasági felmérések pozitív változást mutatnak. A nagyfokú bizonytalanság mind belföldön, mind külföldön visszafogja a beruházásokat, a versenyképességet érintő kihívások pedig nyomást gyakorolnak az exportra. Ugyanakkor a szolgáltatási szektor ellenállónak bizonyul. Emellett a háztartások növekvő jövedelme és az erős munkaerőpiac támogatja a fogyasztás fokozatos élénkülését – bár a fogyasztói bizalom még mindig törékeny és a megtakarítási ráták magasak.

A munkanélküliségi ráta 2025 januárjában a történelmi mélypontnak számító 6,2%-on maradt, a foglalkoztatás pedig a becslések szerint 2024 utolsó negyedévében 0,1%-kal nőtt. A munkaerő iránti kereslet azonban mérséklődött, és a legutóbbi felmérési adatok szerint a foglalkoztatás növekedése 2025 első két hónapjában visszafogott volt.

A tartósan magas geopolitikai és szakpolitikai bizonytalanság várhatóan visszafogja az euróövezet gazdasági növekedését, különösen a beruházásokban és az exportban, ami lassítja a várt fellendülést. Ez a 2024 végén tapasztalt, a vártnál enyhén gyengébb szintű növekedés következménye. Mind a belföldi, mind a kereskedelempolitikai bizonytalanság nagy. Bár az alapprognózis csak az Egyesült Államok és Kína közötti kereskedelemre kivetett új vámok hatását tartalmazza, a globális kereskedelempolitikában bekövetkező további változások lehetőségével kapcsolatos bizonytalanság negatív hatásai – különösen az Európai Unióval szemben – a feltételezések szerint az euroövezet exportjára és beruházásaira is kihatnak. Ez – a versenyképességet érintő tartós kihívásokkal együtt – a becslések szerint az euroövezet exportpiaci részesedésének további csökkenéséhez vezet. Ezen hátráltató tényezők ellenére továbbra is adottak a feltételek ahhoz, hogy az euroövezet GDP-növekedése az előrejelzési időszakon belül ismét erősödjön. A reálberek és a foglalkoztatás növekedése az erős, bár mérséklődő dinamikájú munkaerőpiaccal összefüggésben várhatóan támogatni fogja a fellendülést, amelyben a fogyasztás továbbra is a növekedés fő tényezője lesz. A belső keresletet támogatni fogja a finanszírozási feltételek enyhülése, amint azt a kamatlábak jövőbeli alakulására vonatkozó piaci várakozások sugallják. A munkaerőpiac várhatóan rugalmas marad, a munkanélküliségi ráta 2025-ben várhatóan átlagosan 6,3% lesz, majd 2027-re 6,2%-ra csökken. Ahogy a termelékenységet a közelmúltban csökkentő, néhány ciklikus tényező kezd megszűnni, a

termelékenység az előrejelzési időszakon belül várhatóan felgyorsul, bár a strukturális kihívások továbbra is megmaradnak. 2025-ben összességében várhatóan 0,9%-os átlagos éves reál-GDP-növekedés várható, majd a növekedés üteme 2026-ban 1,2%-ra, 2027-ben pedig 1,3%-ra fokozódik. Az eurorendszer szakértői által az euroövezetre vonatkozóan készített 2024. decemberi makrogazdasági előrejelzéshez képest a GDP-növekedési kilátásokat 2025-re és 2026-ra vonatkozóan egyaránt 0,2 százalékponttal lefelé módosították, amelyek azonban 2027-re vonatkozóan nem változtak. A kilátások gyengülése elsősorban az exportra és kisebb mértékben a beruházásokra vonatkozó lefelé történő módosításoknak tulajdonítható, amelyek a bizonytalanságnak a korábban feltételezettnél erősebb hatását tükrözik, valamint azt a feltételezést, mely szerint a versenyképességi kihívások valószínűleg a vártnál hosszabb ideig fennmaradnak.

A fiskális és strukturális politikáknak termelékenyebbé, versenyképesebbé és ellenállóbbá kell tenniük a gazdaságot. Az Európai Bizottság versenyképességi irányítúje konkrét cselekvési tervet kínál, és ennek javaslatait gyorsan el kell fogadni. A kormányoknak az EU gazdaságirányítási keretével összhangban fenntartható államháztartást kell biztosítaniuk, és prioritásként kell kezelniük az alapvető növekedésösztönző strukturális reformokat és stratégiai beruházásokat.

Infláció

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az éves infláció 2025 februárjában 2,4% volt, a januári 2,5% és a 2024. decemberi 2,4% után. Az energiaárak inflációjának üteme 0,2%-ra lassult, miután a decemberi 0,1%-ról januárban erőteljes mértékben, 1,9%-ra emelkedett. Ezzel szemben az élelmiszerár-infláció a decemberi 2,6%-ról, majd a januári 2,3%-ról 2,7%-ra emelkedett. Az árupiaci infláció 0,6%-ra emelkedett, míg a szolgáltatások inflációja a decemberi 4,0%-ról, majd a januári 3,9%-ról 3,7%-ra mérséklődött.

A legtöbb maginflációs mutató arra utal, hogy az infláció tartósan visszatér a Kormányzótanács 2%-os középtávú célértékére. A belföldi infláció, amely szorosan követi a szolgáltatások inflációját, 2025 januárjában csökkent. De továbbra is magas, mivel a bérek és egyes szolgáltatások árai még mindig jelentős késéssel alkalmazkodnak a múltbeli inflációs hullámhoz. Ugyanakkor a közelmúltbeli bértárgyalások a munkaerőköltségek nyomásának további mérséklődésére utalnak.

A fogyasztóiár-index alapján mért általános infláció (HICP-infláció) az elmúlt hónapokban emelkedett, de az előrejelzések szerint 2025 folyamán enyhén mérséklődik, majd 2026 első negyedévéig csökken, és a Kormányzótanács 2%-os inflációs célértéke körül fog mozogni. Az előrejelzési időszak kezdetén az energiakomponens felfelé irányuló bázishatása és a magasabb élelmiszerár-infláció várhatóan nagyjából ellensúlyozza az energia és élelmiszerek nélküli HICP-infláció (HICPX) csökkenéséből eredő lefelé irányuló hatásokat. Az energiahordozók árának az év vége után bekövetkezett emelkedése hatással lesz az energiaáraknak a 2025-ös év folyamán tapasztalható éves változására. Bár a feltételezések szerint az olaj- és gázárak a határidős árakkal összhangban csökkennek, az energiainfláció az

előrejelzési időszak teljes időtartama alatt valószínűleg továbbra is pozitív, bár a historikus átlag alatt marad. 2027-ben az energiainfláció várhatóan az éghajlatváltozás mérséklésére irányuló új intézkedések bevezetése miatt emelkedni fog. Az élelmiszer-infláció az előrejelzések szerint 2025 közepéig emelkedik – főként az élelmiszer-alapanyagok árának közelmúltbeli erőteljes emelkedése miatt –, majd 2027-re csökken, és átlagosan 2,2% értéket mutat. A HICPX-infláció várhatóan 2025 elején kezd csökkenni, ahogy a késleltetett újraárazás hatásai enyhülnek, a bérnyomás csökken, és a korábbi monetáris politikai szigorítás hatása továbbgyűrűzik a fogyasztói árakba. A HICPX-infláció csökkenése várhatóan elsősorban a szolgáltatások inflációja csökkenésének köszönhető – amely mindeddig viszonylag tartósan fennmaradt. Összességében a HICPX-infláció az előrejelzések szerint a 2025. évi 2,2%-ról 2027-re 1,9%-ra mérséklődik. A bérek növekedése a jelenlegi, még mindig magas szintről várhatóan továbbra is lefelé ívelő pályát követ, ahogy az inflációs kompenzációs nyomás csökken. A termelékenységnövekedés prognosztizált fellendülésével párosulva ez várhatóan a fajlagos munkaerőköltség jelentősen lassabb növekedését eredményezi. Ennek eredményeként a belföldi árnyomás az előrejelzések szerint tovább enyhül, és a haszonkulcsok az előrejelzési időszakon belül javulni fognak. Az importárakban tükröződő külső árnyomás várhatóan mérsékelt marad, feltéve, hogy az EU kereskedelmi vámpolitikája változatlan marad. A 2024. decemberi előrejelzésekhez képest a 2025-re vonatkozó HICP-inflációs kilátásokat 0,2 százalékponttal felfelé módosították a magasabb energiaár-feltevések és az euro leértékelődése miatt, míg a 2027-re vonatkozó kilátásokat az időszak végén az energia-összetevőre vonatkozó enyhén gyengébb kilátások miatt minimálisan lefelé módosították.

Összefoglalva, a magasabb energiaár-infláció feltételezése arra készítette a szakértőket, hogy a 2025-re vonatkozó inflációs előrejelzést lefelé módosítsák. Ugyanakkor a szakértők arra számítanak, hogy a maginfláció tovább lassul, mivel a munkaerőköltségek nyomása tovább mérséklődik, és a monetáris politika eddigi szigorítása továbbra is nyomást gyakorol az árakra. A hosszabb távú inflációs várakozásokkal kapcsolatos legtöbb mutató értéke továbbra is 2% körül mozog. Mindezek a tényezők támogatják az infláció fenntartható visszatérését a Kormányzótanács által kitűzött célértékre.

Kockázatértékelés

Továbbra is csökkenőben vannak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kockázatok. A kereskedelmi feszültségek eszkalálódása az export visszafogása és a világ gazdaság gyengülése révén csökkentené az euroövezet növekedését. A globális kereskedelempolitikával kapcsolatos folyamatos bizonytalanság visszavetheti a beruházásokat. A geopolitikai feszültségek, mint például Oroszország Ukrajna ellen folytatott tarthatatlan háborúja és a tragikus közel-keleti konfliktus továbbra is jelentős bizonytalansági forrást jelentenek. A növekedés mértéke alacsonyabb lehet, ha a monetáris politika szigorításának késleltetett hatásai a vártnál tovább tartanak. Ugyanakkor a növekedés nagyobb mértékű lehet, ha a könnyebb finanszírozási feltételek és a csökkenő infláció lehetővé teszi a belföldi

fogyasztás és a beruházások gyorsabb fellendülését. A védelmi és infrastrukturális kiadások emelkedése szintén hozzájárulhat a növekedéshez.

A globális kereskedelemben tapasztalható növekvő súrlódások tovább növelik az euroövezet inflációs kilátásainak bizonytalanságát. A kereskedelmi feszültségek általános eszkalálódása az euro leértékelődését és az importköltségek emelkedését eredményezheti, ami felfelé irányuló nyomást gyakorolna az inflációra. Ugyanakkor az euroövezet exportja iránti alacsonyabb kereslet a magasabb vámok és a túlkapacitással rendelkező országokból az euroövezetbe irányuló export átirányítása miatt lefelé irányuló nyomást gyakorolna az inflációra. A geopolitikai feszültségek kétoldalú inflációs kockázatot jelentenek az energiapiacok, a fogyasztói bizalom és az üzleti beruházások tekintetében. A szélsőséges időjárási viszonyok és tágabb értelemben a kibontakozó klímaválság a vártnál nagyobb mértékben emelheti az élelmiszerárakat. Az infláció abban az esetben magasabb szinten alakulhat, ha a bérek vagy a vállalati jövedelmek a vártnál nagyobb ütemben emelkednek. A védelmi és infrastrukturális kiadások növekedése az aggregált keresletre gyakorolt hatásán keresztül szintén növelheti az inflációt. Meglepő módon alacsonyabb szinten is alakulhat az infláció, amennyiben a monetáris politika a vártnál nagyobb mértékben fogja vissza a keresletet.

Gazdasági és monetáris feltételek

A Kormányzótanács 2025. január 30-ai ülését követően csökkentek a piaci kamatlábak az euroövezetben, azonban a március 6-ai ülés előtt emelkedtek a fiskális politika felülvizsgált kilátásaira reagálva. A kamatcsökkentés következtében a vállalatok és a háztartások számára fokozatosan olcsóbbá válik a hitelfelvétel, és a hitelállomány növekedése is élénkül. Ugyanakkor a finanszírozási feltételek enyhülését hátráltató tényezők abból ered, hogy a korábbi kamatemelések még mindig átgyűrűznek a hitelállományba, és a hitelezés összességében visszafogott marad.

A vállalkozásoknak nyújtott új hitelek átlagos kamatlába a 2024. decemberi 4,4%-ról 2025 januárjában 4,2%-ra csökkent. Ezzel szemben a vállalatok piaci alapú adósságkibocsátásának költsége 3,7%-ra, 0,2 százalékponttal a decemberi szint fölé emelkedett. Ugyanebben az időszakban az új jelzáloghitelek átlagos kamatlába 3,4%-ról 3,3%-ra csökkent.

A vállalatoknak nyújtott banki hitelek növekedése a decemberi 1,7%-ról januárban 2,0%-ra emelkedett, a viszonylag mérsékelt havi új hitelezésnek köszönhetően. A vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok növekedése éves szinten 3,4%-ra emelkedett. A jelzáloghitelezés továbbra is fokozatosan emelkedett, de összességében visszafogott maradt, éves szinten 1,3%-os növekedési ütemmel.

Monetáris politikai döntések

A betéti rendelkezésre állás, az irányadó refinanszírozási műveletek és az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 2025. március 12-ei hatállyal 2,50%-ra, 2,65%-ra, illetve 2,90%-ra csökkent.

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

Következtetés

2025. március 6-ai ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal csökkenti. A betéti rendelkezésre állási kamatláb – azaz a Kormányzótanács által a monetáris politikai irányvonal meghatározására használt kamatláb – csökkentésére vonatkozó döntés különösen az inflációs kilátások, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erősségének aktualizált értékelésén alapul. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. A Kormányzótanács különösen a növekvő bizonytalanság jelenlegi körülményei között adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog alkalmazni a megfelelő monetáris politikai irányvonal meghatározása során. Ezen belül a Kormányzótanács kamatdöntéseit az inflációs kilátásokra vonatkozó értékelés alapján fogja meghozni a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az alapinfláció dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje ismeretében. A Kormányzótanács nem kötelezi el magát előre egy adott kamatpálya mellett.

A Kormányzótanács mindenesetre készen áll arra, hogy mandátumán belül valamennyi eszközt szükség szerint kiigazítsa annak biztosítása érdekében, hogy az infláció tartósan a középtávú célértéken stabilizálódjon, és hogy megőrizze a monetáris politikai transzmisszió zavartalan működését.

© Európai Központi Bank, 2025

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.

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

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2025. március 5.

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-01-25-073-HU-N