



EURÓPAI KÖZPONTI BANK
EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2023/6



Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

Az infláció csökken ugyan, de várhatóan még nagyon sokáig marad túl magas. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. A kitűzött cél elérése érdekében 2023. szeptember 14-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 25 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát.

A kamatlábak emelése a Kormányzótanács inflációs kilátásokra vonatkozó értékelését tükrözi a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az alapinfláció dinamikája és a monetáris politikai transzmisszió ereje alapján. Az EKB által készített, az euróövezetre vonatkozó 2023. szeptemberi makrogazdasági előrejelzések szerint az infláció átlagos értéke 2023-ban 5,6%, 2024-ben 3,2%, 2025-ben pedig 2,1% körül alakul. 2023 és 2024 esetében tehát felfelé, 2025 esetében pedig lefelé módosították az előrejelzést. A 2023-ra és 2024-re vonatkozó felfelé történő módosítás elsősorban az energiaárak magasabb alakulását tükrözi. Bár továbbra is magas a mögöttes árnyomás, a legtöbb mutató csökkenő tendenciát mutat. Az EKB kismértékben lefelé módosította az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó infláció várható mértékét, amely 2023-ban várhatóan átlagosan 5,1%, 2024-ben 2,9%, 2025-ben pedig 2,2% körül alakul. A Kormányzótanács korábbi kamatemeléseinek hatása továbbra is erőteljesen érvényesül. A finanszírozási feltételek tovább szigorodtak, és egyre inkább visszafogják a keresletet, ami fontos tényező az infláció célhoz történő közelítésében. A szigorítás belföldi keresletre gyakorolt növekvő hatása és a gyengülő nemzetközi kereskedelmi környezet miatt az EKB szakértői jelentősen csökkentették a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzéseiket. A jelenlegi számítások szerint az euróövezet gazdasága 2023-ban 0,7%-kal, 2024-ben 1,0%-kal, 2025-ben pedig 1,5%-kal bővül.

A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy ítéli meg, hogy az EKB irányadó kamatlábai elérték azt a szintet, amely kellően hosszú ideig fenntartva jelentősen hozzájárul ahhoz, hogy az infláció megfelelő időben visszatérjen a célértékhez. A Kormányzótanács jövőbeni döntései biztosítani fogják, hogy az EKB irányadó kamatlábait a szükséges ideig megfelelően restriktív szinten határozzák meg. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározását illetően. 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.

Gazdasági tevékenység

A gazdasági pálya az elkövetkező hónapok folyamán várhatóan visszafogott marad. Az év első felében többé-kevésbé stagnált, a legfrissebb mutatók szerint pedig a harmadik negyedévben is gyengélkedett a gazdaság. Az euróövezetből származó export iránti alacsonyabb kereslet és a szűkös finanszírozási feltételek hatása visszafogja a növekedést, ami többek között a lakossági és üzleti beruházások visszaesésében mutatkozik meg. A korábbiakban alkalmazkodónak és ellenállónak bizonyuló szolgáltatási szektor most szintén gyengülőben van. A gazdaság lendülete idővel várhatóan élénkül majd, mivel a csökkenő inflációnak, a bérek növekedésének és az erőteljes munkaerőpiacnak köszönhetően a reáljövedelmek emelkedése várható, ami a fogyasztói költségek növekedését eredményezi.

A munkaerőpiac mindeddig ellenálló és rugalmas maradt a gazdasági visszaesés ellenére is. A munkanélküliségi ráta júliusban történelmi mélypontot, 6,4%-ot ért el. Bár a második negyedévben 0,2%-kal nőtt a foglalkoztatás, a növekedés üteme lassul. Már a 2022 közepe óta a foglalkoztatás növekedése egyik fő hajtóerejének bizonyuló szolgáltatási ágazatban is kevesebb az új munkahely.

Az euróövezet rövid távú növekedési kilátásai romlottak. Középtávon ugyanakkor a belföldi és a külföldi kereslet helyreállításával párhuzamosan a gazdaság fokozatosan visszatérhet a mérsékelt növekedési pályára. Az euróövezeten belül 2023 első felében mérsékeltén nőtt a gazdasági aktivitás a feldolgozóipar rendelésállományának megnövekedett szintje és a magas energiaárak csökkenése ellenére. Ráadásul ezek a hatások jelentősen csökkentek, és a rövid távú mutatók a közeljövőben stagnálást jeleznek a szigorodó finanszírozási feltételek, az alacsony üzleti és fogyasztói bizalom, valamint az alacsony külföldi kereslet miatt, az euró erősödésével is összefüggésben. A növekedés várhatóan 2024-től élénkül majd meg, amikor a külföldi kereslet megközelíti a járvány előtti szintet, a reáljövedelmek pedig javuló tendenciát mutatnak, amit a csökkenő infláció, az erőteljes nominális bérnövekedés és a még mindig alacsony, de enyhén növekvő munkanélküliség is támogat. A növekedés mindazonáltal visszafogott marad, miközben az EKB monetáris politikai szigorítása és a kedvezőtlen hitelkínálati feltételek átgyűrűznek a reálgazdaságba, a költségvetési támogatás pedig fokozatosan megszűnik. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés összességében a 2022-es 3,4%-os szintről 2023-ban várhatóan 0,7%-ra lassul, majd 2024-ben 1,0%-ra, 2025-ben pedig 1,5%-ra emelkedik. Az eurórendszer 2023. júniusi szakértői előrejelzéséhez képest a GDP-növekedéssel kapcsolatos kilátásokat 2023-ra 0,2 százalékponttal, 2024-re 0,5 százalékponttal, 2025-re pedig 0,1 százalékponttal módosították lefelé, ami a rövid távú kilátások jelentős leminősítését jelenti a romló felmérési mutatók, a szigorúbb finanszírozási feltételek – beleértve a kedvezőtlenebb hitelkínálati hatásokat – és az erősebb euróárfolyam következtében.

Az energiaválság enyhülésével a kormányoknak folytatniuk kell támogató intézkedéseik visszavonását. Erre elkerülhetetlenül szükség van a fokozódó középtávú inflációs nyomás elkerülése érdekében, ami még erőteljesebb monetáris politikai választ tenne szükségessé. A fiskális politikákat úgy kell kialakítani, hogy erősítsék az euróövezet gazdaságának termelékenységét, és fokozatosan

mérsékeljék a magas államadósságot. Az euróövezet ellátási kapacitásának növelését szolgáló szakpolitikák – amelyeket elősegítene a Next Generation EU program teljes körű végrehajtása – középtávon segíthetnek az árnyomás csökkentésében, és a zöld átmenetet is támogatnák. 2023 végéig be kell fejezni az EU gazdaságirányítási keretrendszerének reformját, továbbá fel kell gyorsítani a tőkepiaci unió megvalósítását célzó intézkedéseket.

Infláció

Az infláció júliusban 5,3%-ra csökkent, ugyanakkor augusztusban is ezen a szinten maradt az Eurostat gyorsbecslése szerint.¹ A csökkenő tendencia megszakadását az okozta, hogy az energiaárak júliushoz képest emelkedtek. Bár az élelmiszerár-infláció a márciusi csúcsához képest mérséklődött, augusztusban még mindig 10% körül volt. Az elkövetkező hónapokban a 2022 őszén regisztrált erőteljes áremelkedés az éves visszatekintésben már nem lesz érzékelhető, ami csökkenteni fogja a kimutatott inflációt.

Az energia- és élelmiszerárak nélküli infláció augusztusban a júliusi 5,5%-ról 5,3%-ra csökkent. Az árupiaci infláció augusztusban 4,8%-ra csökkent a júliusi 5,0%-hoz, illetve a júniusi 5,5%-hoz képest, ami a jobb kínálati feltételeknek, az energiaárak korábban bekövetkezett csökkenésének, a termelési lánc korábbi szakaszaiban jelentkező árnyomás enyhülésének, valamint a visszaesett keresletnek köszönhető. A szolgáltatások inflációja 5,5%-ra mérséklődött, de azt az erőteljes üdülési és utazási kiadások, valamint a bérek gyors ütemű növekedése továbbra is magasan tartotta. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem éves növekedési üteme az év második negyedévében változatlanul 5,5% volt. A második negyedévben – részben a gyengébb termelékenységeknek köszönhetően – nőtt a munkaerőköltségek hozzájárulása az éves hazai infláció üteméhez, míg a nyereség hozzájárulása 2022 eleje óta első alkalommal csökkent.

Az alapinflációra vonatkozó mérőszámok többnyire csökkenőben vannak, mivel a kereslet és a kínálat jobban fedik egymást, és csökken a korábbi energiaár-emelkedések hatása is. A belföldi árnyomás ugyanakkor továbbra is erős.

A hosszabb távú inflációs várakozásokkal kapcsolatos legtöbb mutató értéke jelenleg 2% körül van. Egyes mutatók mindazonáltal emelkedtek, ezért ezeket szorosan figyelemmel kell kísérni.

Az előrejelzés szerint az euróövezetben a fogyasztóiár-index alapján mért infláció a költségnyomásnak és a kínálatban tapasztalt szűk keresztmetszetek enyhülésének, valamint a monetáris politika szigorításának köszönhetően az előrejelzési horizont során tovább fog csökkenni. Az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció várhatóan szintén fokozatosan csökkenni fog. Ennek értéke azonban az előrejelzések szerint 2024 elejéig meg fogja haladni a fogyasztóiár-index alapján mért inflációt. A várható defláció a korábbi energiaársokkók és más rendszerbeli

¹ A statisztikában szereplő adatok a 2023. szeptember 13-i állapotot tükrözik. A 2023. szeptember 19-i végleges adatok szerint a HICP-infláció 2023 augusztusában a júliusi 5,3%-os szintről 5,2%-ra csökkent; ez a gyorsjelentéshez képest 0,1 százalékponttal alacsonyabb értéket mutat.

árnyomások gyengülő hatásának a következménye; ugyanakkor fokozatosan a munkaerőköltségek erőteljes növekedése válik az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció meghatározó tényezőjévé. A bérek növekedése 2023 közepétől várhatóan fokozatosan csökken, de az előrejelzési horizonton belül továbbra is magas marad a minimálbérek és az inflációs kompenzáció növekedésének köszönhetően, feszes, bár hűlőben lévő munkaerőpiaci környezetben. A tavalyi év során jelentősen megnövekedett haszonkulcsok középtávon várhatóan fokozatosan egyenlítik ki a munkaerőköltségeknek a végső árakba történő beépülését. A szigorúbb monetáris politika továbbá egyre inkább visszafogja az alapinflációt. Összességében, mivel a középtávú inflációs várakozások várhatóan az EKB inflációs célja közelében maradnak, a HICP-infláció a 2022-es átlagos 8,4%-ról 2023-ban várhatóan 5,6%-ra, 2024-ben 3,2%-ra, 2025-ben pedig 2,1%-ra csökken, és 2025 harmadik negyedévében éri el a kitűzött célt. A 2023. júniusi előrejelzésekhez képest a HICP-inflációt 2023-ra és 2024-re a magasabb határidős energiaárak miatt felfelé, 2025-re pedig lefelé módosították, mivel az euró felértékelődése, a szigorúbb finanszírozási feltételek és a gyengébb ciklikus feltételek együttes hatása várhatóan visszafogja az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció ütemét.

Kockázatértékelés

A gazdasági növekedéssel kapcsolatos várható kockázatok csökkenőben vannak. Lassulhat a növekedés, ha a monetáris politika hatásai a vártnál erőteljesebben jelentkeznek, vagy ha a világ gazdaság gyengül, például a kínai gazdaság további lassulása következtében. Az előre jelzetttnél erőteljesebb lehet viszont a növekedés, ha az erős munkaerőpiacnak, a növekvő reáljövedelmeknek és a bizonytalanság csökkenésének köszönhetően nő az emberek és a vállalkozások bizalma és költési hajlandósága.

Az inflációval kapcsolatos felfelé mutató kockázatok közé tartozik az energia- és élelmiszerárak emelkedését eredményező esetleges újabb felfelé irányuló nyomás. A kedvezőtlen időjárási viszonyok, illetve a kibontakozó klímaválság következtében az élelmiszerárak a vártnál nagyobb mértékben növekedhetnek. A Kormányzótanács célját meghaladó inflációs várakozások tartós emelkedése vagy a bérek és a profitmarzsok vártnál nagyobb mértékű növekedése magasabbra hajthatja az inflációt, akár középtávon is. Ezzel szemben a kereslet – például a monetáris politika erőteljesebb transzmissziója vagy az euróövezeten kívüli gazdasági környezet romlása miatti – gyengülése csökkentené az árnyomást, különösen középtávon.

Gazdasági és monetáris feltételek

A monetáris politika szigorításának hatása továbbra is erőteljesen érvényesül a tágabb értelemben vett finanszírozási feltételekben. A finanszírozás ismét drágábbá vált a bankok számára, mivel a megtakarítók az egynapos betéteket magasabb kamatot fizető lekötött betétekkel helyettesítik, az EKB pedig fokozatosan megszünteti célzott hosszabb távú refinanszírozási műveleteit. Az üzleti hitelek és a

jelzáloghitelek átlagos hitelkamatlába júliusban tovább emelkedett, 4,9%-ra, illetve 3,8%-ra.

A hitelezési dinamika tovább gyengült. A vállalkozásoknak nyújtott hitelek összege júliusban éves szinten 2,2%-kal nőtt, szemben a júniusi 3,0%-kal. A háztartások részére nyújtott hitelek is csak kisebb mértékben, 1,3%-kal nőttek a júniusi 1,7%-ot követően. Az utolsó három hónap adatai alapján a háztartási hitelek állománya éves szinten 0,8%-kal csökkent, ami a legnagyobb csökkenés az euró bevezetése óta. A hitelezés gyengülésével és az eurórendszer mérlegfőösszegének csökkenésével párhuzamosan az M3 éves növekedési üteme a júniusi 0,6%-ról júliusra rekord alacsony, -0,4%-os szintre esett vissza. Az elmúlt három hónapban az M3 éves szinten 1,5%-kal zsugorodott.

Monetáris politikai döntések

2023. szeptember 14-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 25 bázisponttal emeli az EKB három irányadó kamatlábát. Ennek megfelelően

2023. szeptember 20-i hatállyal az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába 4,50%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 4,75%-ra, a betéti rendelkezésre állás kamatlába pedig 4,00%-ra emelkedett.

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

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 csökken ugyan, de várhatóan még nagyon sokáig marad túl magas. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. A kitűzött cél elérése érdekében 2023. szeptember 14-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy 25 bázisponttal

emeli az EKB három irányadó kamatlábát. A Kormányzótanács jelenlegi értékelése alapján úgy ítéli meg, hogy az EKB irányadó kamatlábai elérték azt a szintet, amely kellően hosszú ideig fenntartva jelentősen hozzájárul ahhoz, hogy az infláció megfelelő időben visszatérjen a célértékhez. A Kormányzótanács jövőbeni döntései biztosítani fogják, hogy az EKB irányadó kamatlábait a szükséges ideig megfelelően restriktív szinten határozzák meg. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő megközelítést fog követni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározását illetően.

A Kormányzótanács mindenesetre készen áll arra, hogy mandátumán belül valamennyi eszközt szükség szerint 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. szeptember 13.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)

EU katalógusszám QB-BQ-23-003-HU-N