



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2024/6



Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

2024. szeptember 12-i ülésén a Kormányzótanács a monetáris politikai irányvonalat meghatározó betéti rendelkezésre állási kamatláb 25 bázisponttal való csökkentése mellett döntött. A Kormányzótanácsnak az inflációs kilátásokról, az alapinfláció dinamikájáról és a monetáris politikai transzmisszió erejéről szóló aktualizált értékelése alapján megfelelő újabb lépésnek bizonyult mérsékelni a monetáris politika korlátozásának mértékét.

A legutóbbi inflációs adatok nagyjából a várakozásoknak megfelelően alakultak, az EKB szakértői által készített 2024. szeptemberi makrogazdasági előrejelzések pedig megerősítik a korábbi inflációs kilátásokat. Az EKB szakértői – az eurorendszer szakértőinek 2024. júniusi makrogazdasági előrejelzéséhez hasonlóan – 2024-ben átlagosan 2,5%-os, 2025-ben 2,2%-os, 2026-ban pedig 1,9%-os inflációval számolnak. Az infláció várhatóan az év második felében ismét emelkedik, részben azért, mert az energiaárak korábbi erőteljes csökkenése az éves rátákban immár nem lesz érzékelhető. Ezt követően az infláció várhatóan a Kormányzótanács által kitűzött cél irányában fog csökkenni a jövő év második felében. A maginfláció tekintetében a 2024-re és 2025-re vonatkozó előrejelzéseket valamelyest felfelé módosították, mivel a szolgáltatások inflációja magasabban alakult a vártnál. Ugyanakkor az EKB munkatársai továbbra is a maginfláció gyors – az idei 2,9%-ról 2025-ben 2,3%-ra, 2026-ban pedig 2,0%-ra való – csökkenésére számítanak.

A hazai infláció továbbra is magas, mivel a bérek továbbra is magas ütemben emelkednek. A munkaerőköltségek nyomása azonban mérséklődik, és a nyereség részben tompítja a magasabb bérek inflációra gyakorolt hatását. A finanszírozási feltételek továbbra is korlátozóak, és a gazdasági tevékenység továbbra is visszafogott – az alacsony szintű magánfogyasztás és beruházások miatt. Az EKB munkatársai 2024-re 0,8%-os gazdasági növekedést prognosztizálnak, amely 2025-ben 1,3%-ra, 2026-ban pedig 1,5%-ra emelkedik. Ez a júniusi előrejelzéshez képest enyhe lefelé történő módosítást jelent, ami főként a belföldi kereslet következő nyeredévekben várható gyengébb hozzájárulásának tudható be.

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. Az irányadó kamatlábakat kellően korlátozónak fogja tartani mindaddig, amíg ez a cél eléréséhez szükséges. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog alkalmazni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározásakor. 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

A gazdaság az első negyedévi 0,3% után a második negyedévben 0,2%-kal nőtt, ami elmaradt az eurorendszer szakértőinek 2024. júniusi makrogazdasági előrejelzésétől. A növekedés főként a nettó exportból és a kormányzati kiadásokból származott. Gyengült a belföldi magánkereslet, mivel a háztartások kevesebbet fogyasztottak, a cégek csökkentették az üzleti beruházásokat, és a lakásberuházások is visszaesést mutattak. Míg a szolgáltatások támogatták a növekedést, az ipar és az építőipar növekedéshez való hozzájárulása negatív volt. A felmérések mutatói szerint a fellendülés továbbra is bizonyos hátráltató tényezőkkel szembesül.

A munkaerőpiac továbbra is rugalmas. A munkanélküliségi ráta júliusban nagyjából változatlan, azaz 6,4%-os értéket mutatott. Ugyanakkor a foglalkoztatás növekedésének üteme a második negyedévben 0,2%-ra lassult az első negyedévi 0,3%-hoz képest. A legutóbbi felmérések mutatói a munkaerő iránti kereslet további mérséklődésére utalnak, miközben a betöltetlen álláshelyek aránya közelebb került a járvány előtti szintekhez.

A legfrissebb mutatók szerint a növekedés rövid távon folytatódni fog, de alacsonyabb ütemben, mint amivel az eurorendszer szakértői által készített 2024. júniusi makrogazdasági előrejelzés kalkulált. A rendelkezésre álló reáljövedelem várhatóan tovább emelkedik, amit a bérek erőteljes növekedése támogat. Ez a tendencia – a fokozatosan növekvő bizalom mellett – elősegítené a fogyasztásvezérelt fellendülés folyamatát. A fogyasztásból eredő impulzus azonban némileg gyengébb a júniusi előrejelzésekhez képest, mivel a beérkező adatok és a közelmúltban végzett felmérések továbbra is visszafogott fogyasztói bizalomra és a háztartások megtakarítási szándékának növekedésére utalnak. Az üzleti beruházásokról szóló friss adatok szintén gyengébb növekedési lendületet tükröznek. A belső keresletet mindazonáltal támogatni fogja a monetáris politika korábbi szigorító hatásainak elhalványulása és a finanszírozási feltételek feltételezett további enyhülése, összhangban a kamatlábak jövőbeli alakulására vonatkozó piaci várakozásokkal. Emellett a külső kereslet előre jelzett növekedése is támogatja az euróövezet exportkilátásait. A munkaerőpiac továbbra is rugalmasnak tekinthető, a munkanélküliségi ráta várhatóan historikusan alacsony szinten marad. Ahogy a termelékenység növekedését a közelmúltban csökkentő, néhány ciklikus tényező megszűnik, a termelékenység az előrejelzési időszakon belül várhatóan felgyorsul. 2024-ben összességében várhatóan 0,8%-os átlagos éves reál-GDP-növekedés várható, majd a növekedés üteme 2025-ben 1,3%-ot, 2026-ban pedig 1,5%-ot ér el. Az eurorendszer szakértőinek 2024. júniusi makrogazdasági előrejelzéséhez képest a GDP-növekedési kilátásokat az előrejelzési időszak minden egyes évére vonatkozóan minimális mértékben lefelé módosították.

A költségvetési és strukturális politikáknak arra kell irányulniuk, hogy a gazdaságot termelékenyebbé és versenyképesebbé tegyék, ami középtávon hozzájárulna a potenciális növekedés fokozásához és az árnyomás csökkentéséhez. Mario Draghi jelentése az európai versenyképesség jövőjéről és Enrico Letta jelentése az egységes piac megerősítéséről hangsúlyozza a reform sürgető szükségességét, és

mindkét jelentés konkrét javaslatokat tesz ennek megvalósítására. Az EU felülvizsgált gazdaságirányítási keretének teljes körű, átlátható módon történő és késedelem nélküli végrehajtása segíteni fogja a kormányokat abban, hogy tartósan csökkentsék a költségvetési hiányt és az adósságrátát. A kormányoknak most mindenképpen el kell indulniuk ebbe az irányba középtávú fiskális és strukturális politikai terveiket illetően.

Infláció

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az éves infláció a júliusi 2,6%-ról augusztusban 2,2%-ra csökkent. Az energiaárak éves szinten 3,0%-kal csökkentek az előző havi 1,2%-os emelkedést követően. Az élelmiszerár-infláció enyhén, 2,4%-ra emelkedett augusztusban. Az árupiaci infláció és a szolgáltatások inflációja ellentétes irányban mozgott. Az árupiaci infláció a júliusi 0,7%-ról 0,4%-ra csökkent, míg a szolgáltatások inflációja 4,0%-ról 4,2%-ra emelkedett.

Az alapinflációra vonatkozó mérőszámok júliusban többnyire változatlanok maradtak. A hazai infláció csupán kismértékben, 4,4%-ra csökkent a júniusi 4,5%-ról, az erős árnyomás pedig elsősorban a bérekből eredt. Az év hátralévő részében a kialakult bérnövekedés magas és változékony marad, tekintettel az egyszeri kifizetések jelentős szerepére néhány országban, illetve a bérkiszámítások folyamat lépészetes jellegére. Ugyanakkor a munkaerőköltségek általános növekedése mérséklődik. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme a második negyedévben tovább csökkent, 4,3%-ra, ami a negyedik egymást követő csökkenés, és amely az EKB munkatársai szerint jövőre ismét jelentősen lassulni fog. A gyenge termelékenység ellenére a fajlagos munkaerőköltség a második negyedévben kevésbé erőteljesen, 4,6%-kal nőtt, az első negyedévi 5,2%-os mértéket követően. Az EKB munkatársai arra számítanak, hogy a fajlagos munkaerőköltség növekedése az előrejelzési időszakban tovább csökken az alacsonyabb bérnövekedés és a termelékenység élénkülése miatt. Végül a nyereség részben továbbra is ellensúlyozza a magasabb munkaerőköltségek inflációs hatásait.

A dezinflációs folyamathoz hozzájárulhat a munkaerőköltség mérséklődő nyomása és a korábbi monetáris politikai szigorítás is, amely fokozatosan átgyűrűzik a fogyasztói árakba. A hosszabb távú inflációs várakozásokkal kapcsolatos legtöbb mutató értéke jelenleg 2% körül áll, és a piaci alapú mérőszámok a Kormányzótanács 2024. július 18-i ülése óta közelebb kerültek ehhez a szinthez.

A közelmúltbeli mérséklődést követően az előrejelzések szerint az idei év utolsó negyedévében az általános infláció némileg emelkedni fog, majd 2025 végére tovább csökken az inflációs célértékre. A közeljövőben várható növekedés nagyrészt az energiabázis hatását tükrözi. Középtávon az energiainflációnak alacsony pozitív ráták mellett kell rendeződnie, tekintettel az energia nyersanyag- és nagykereskedelmi árakra vonatkozó piaci várakozásokra és az éghajlatváltozáshoz kapcsolódóan tervezett, fiskális intézkedésekre. Az utóbbi negyedévekben az élelmiszerár-infláció erőteljesen csökkent, mivel az alacsonyabb energia- és élelmiszer-alapanyagárak miatt enyhült a nyomás. Az élelmiszerár-infláció várhatóan

nagyjából horizontális tendenciát fog mutatni, majd 2025 végétől tovább mérséklődik. Az energia és élelmiszerek nélküli infláció várhatóan az előrejelzési időszak szinte teljes időtartama alatt az általános infláció felett, de továbbra is dezinflációs pályán marad. A szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban tartósan magas maradt. Az időszakban később azonban még mindig fokozatos csökkenés várható, mivel a bérnövekedés és más költségnyomások enyhülnek, miközben a korábbi monetáris politikai szigorítás késleltetett hatása továbbra is átgyűrűzik a fogyasztói árakba. Az utóbbi negyedévekben a nominális bérnövekedés az addigi magas színtről elkezdett csökkenni, mégpedig a korábban előre jelzettnél nagyobb mértékben. Az elkövetkező években a bérnövekedés további fokozatos mérséklődése várható, mivel a feszes munkaerőpiacon az inflációs kompenzációs nyomás felfelé irányuló hatása tovább halványul. A javuló termelékenység mérsékeli majd a munkaerőköltség nyomását. Emellett a nyereségnövekedés jelentősen visszaesett, ami részben tompítja a munkaerőköltségeknek az árakba való beépítését, különösen a közeljövőben. Összességében az EKB szakértői által készített 2024. szeptemberi makrogazdasági előrejelzésben a fogyasztóiár-index alapján mért átlagos éves infláció a 2023-as 5,4%-os szintről 2024-ben várhatóan 2,5%-ra, 2025-ben 2,2%-ra, 2026-ban pedig 1,9%-ra csökken majd. Az eurorendszer szakértői által készített 2024. júniusi makrogazdasági előrejelzéshez képest az inflációra vonatkozó kilátások változatlanok maradnak. Az energia és élelmiszerek nélküli infláció az elmúlt hónapokban enyhén pozitív irányú meglepetést okozott, ami a 2024-es és 2025-ös évre vonatkozó előrejelzések kisebb mértékű felfelé irányuló korrekciójához vezetett.

Kockázatértékelés

Továbbra is csökkenőben vannak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos várható kockázatok. Az euróövezet exportja iránti alacsonyabb kereslet – például a világgazdaság gyengülése vagy a nagyobb gazdaságok közötti kereskedelmi feszültségek fokozódása miatt – az euróövezet növekedését is megterhelné. A geopolitikai kockázatok fő forrását Oroszország Ukrajna ellen folytatott tarthatatlan háborúja, valamint a tragikus közel-keleti konfliktus jelentik. A fentiek következtében előfordulhat, hogy a vállalkozások és a háztartások borúlátóbbá válnak a jövőt illetően, és zavarok támadnak a világkereskedelemben. A növekedés mértéke akkor is alacsonyabb lehet, ha a monetáris politika szigorításának késleltetett hatásai a vártnál erősebbnek bizonyulnak. Magasabb lehet a növekedés üteme, ha az infláció a vártnál gyorsabban csökken, a növekvő bizalom és az emelkedő reáljövedelmek a vártnál nagyobb mértékben növelik a kiadásokat, vagy ha a jelenleg vártnál erőteljesebb lesz a világgazdaság bővülése.

Az infláció abban az esetben a vártnál magasabb szinten alakulhat, ha a bérek vagy a nyereségek a vártnál nagyobb ütemben emelkednek. Az inflációval kapcsolatos felfelé mutató kockázatok a fokozott geopolitikai feszültségekből is eredhetnek, amelyek rövid távon az energiaárak és a szállítási költségek emelkedését eredményezhetik, és zavarokat idézhetnek elő a globális kereskedelemben. Emellett a szélsőséges időjárási viszonyok és tágabb értelemben a kibontakozó klímaválság is felhajthatja az élelmiszerárakat. Meglepő módon alacsonyabb szinten is alakulhat

az infláció, amennyiben a monetáris politika a vártnál nagyobb mértékben fogja vissza a keresletet, vagy ha a világ más részein váratlanul rosszabbul alakul a gazdasági környezet.

Gazdasági és monetáris feltételek

A Kormányzótanács 2024. július 18-i ülése óta a piaci kamatlábak jelentősen csökkentek, főként a globális növekedési kilátások gyengülése és az inflációs nyomással kapcsolatos aggodalmak enyhülése miatt. A nyár folyamán a globális piacokon tapasztalható feszültségek a pénzügyi feltételek átmeneti szigorodásához vezettek a kockázatosabb piaci szegmensekben.

Összességében a finanszírozási költségek ezután is korlátozóak maradnak, ahogy a Kormányzótanács korábbi irányadó kamatemelései továbbra is végigjárják a pénzügyi rendszert. A vállalkozásoknak nyújtott új hitelek és az új jelzáloghitelek átlagos kamatlába júliusban magas maradt: értékük 5,1%, illetve 3,8% volt.

A hitelállomány növekedése a gyenge kereslet közepette továbbra is lassúnak mondható. A vállalatoknak nyújtott banki hitelek éves szinten 0,6%-kal nőttek júliusban, ami némileg elmaradt a júniusi értéktől, a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedése pedig 0,5%-ra emelkedett. Az M3 mutatóval mért tágabb értelemben vett pénzmennyiség júliusban 2,3%-kal, a júniusival azonos ütemben nőtt.

Monetáris politikai döntések

2024. szeptember 12-i ülésén a Kormányzótanács a betéti rendelkezésre állási kamatláb 25 bázisponttal való csökkentése mellett döntött. A betéti rendelkezésre állási kamatláb az a kamatláb, amelyen keresztül a Kormányzótanács a monetáris politikai irányvonalat meghatározza. Ezen túlmenően, ahogyan azt a működési keret felülvizsgálatát követően 2024. március 13-án előre bejelentették, az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába és a betéti rendelkezésre állási kamatláb közötti különbséget 15 bázispontban határozták meg. Az aktív oldali rendelkezésre állási kamatláb és az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlába közötti különbség változatlanul 25 bázispont szintjén maradt. Ennek megfelelően a betéti rendelkezésre állási kamatláb 3,50%-ra csökkent. Az irányadó refinanszírozási műveletek és az aktív oldali rendelkezésre állási kamatláb 3,65%-ra, illetve 3,90%-ra csökkent. E változások 2024. szeptember 18-tól lépnek hatályba.

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

Az eurorendszer a továbbiakban nem fekteti be újra a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó összes tőketörlesztést, így a PEPP-portfólió átlagosan havi 7,5 milliárd euróval csökken. A Kormányzótanács a PEPP program keretében folytatott újrabefektetési tevékenységet 2024 végén kívánja leállítani.

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

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció mielőbb visszatérjen a 2%-os középtávú célértékhez. Az irányadó kamatlábakat kellően korlátozónak fogja tartani mindaddig, amíg ez a cél eléréséhez szükséges. A Kormányzótanács továbbra is adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog alkalmazni a korlátozás megfelelő szintjének és időtartamának meghatározásakor. 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 középtávon visszatérjen a célértékhez, és hogy megőrizze a monetáris politikai transzmisszió zavartalan működését.

© Európai Központi Bank, 2024

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: 2024. szeptember 11.

ISSN 2363-3611 (pdf)

EU katalógusszám QB-BQ-24-003-HU-N