



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2024/8



Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

2024. december 12-ei ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal csökkenti. A betéti rendelkezésre állási kamatláb – azaz a Kormányzótanács által megállapított, a monetáris politikai irányvonalat meghatározó kamatláb – csökkentéséről szóló döntés különösen az inflációs kilátásoknak, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erejének aktualizált értékelésén alapult.

A dezinflációs folyamat jó úton halad. Az eurorendszer szakértőinek az euróövezetre vonatkozó, 2024. decemberi makrogazdasági előrejelzése szerint az általános infláció 2024-ben átlagosan 2,4%, 2025-ben 2,1%, 2026-ban 1,9%, 2027-ben pedig 2,1% lesz, amikor a kibővített uniós kibocsátáskereskedelmi rendszer működésbe lép. Az energia és élelmiszerek nélküli inflációra vonatkozóan a szakértők 2024-ben átlagosan 2,9%-ot, 2025-ben 2,3%-ot, 2026-ban és 2027-ben pedig 1,9%-ot prognosztizálnak.

Az alapinflációra vonatkozó mérőszámok többnyire arra utalnak, hogy az infláció tartósan a Kormányzótanács által előírányzott 2%-os középtávú célérték körül fog alakulni. A belföldi infláció csökkent, de továbbra is magas, főként azért, mert egyes ágazatokban a bérek és az árak még mindig jelentős késéssel alkalmazkodnak a múltbeli inflációs hullámhoz.

A finanszírozási feltételek enyhülnek, mivel a Kormányzótanács közelmúltbeli kamatcsökkentései fokozatosan olcsóbbá teszik az új hitelfelvételt a vállalatok és a háztartások számára. A feltételek azonban továbbra is szigorúnak mondhatók, mivel a monetáris politika továbbra is korlátozó jellegű, és a korábbi kamatlábmemelések még mindig átgyűrűznek a fennálló hitelállományba.

A 2024. decemberi előrejelzésekben a szakértői csoport most lassabb gazdasági fellendülésre számít az EKB szakértői csoportjának 2024. szeptemberi, az euróövezetre vonatkozó makrogazdasági prognózisához képest. Bár a növekedés a harmadik negyedévben felgyorsult, a felmérések mutatói szerint a negyedik negyedévben ez a folyamat lelassult. A szakértői csoport szerint a gazdaság 2024-ben 0,7%-kal, 2025-ben 1,1%-kal, 2026-ban 1,4%-kal, 2027-ben pedig 1,3%-kal fog növekedni. A várt fellendülés elsősorban a reáljövedelmek emelkedésén – ami lehetővé teszi a háztartások számára, hogy többet fogyasszanak – és a vállalati beruházások növelésén alapul. Idővel a szigorú monetáris politika fokozatosan csökkenő hatásai támogathatják a belső kereslet élénkülését.

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. A megfelelő monetáris politikai irányvonal meghatározása során adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog

alkalmazni. 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 2024 harmadik negyedében 0,4%-kal nőtt, ami meghaladta a várakozásokat. A növekedést főként a fogyasztás fokozódása okozta, amely részben a nyári időszakban a turizmus fellendülésének köszönhető egyszeri tényezőkre, valamint a vállalatok készletfelhalmozására vezethető vissza. A legfrissebb információk azonban azt sugallják, hogy ez a tendencia veszít lendületéből. A felmérések szerint a feldolgozóipar továbbra is zsugorodik, a szolgáltatások növekedése pedig lassul. A vállalatok a gyenge kereslet és a rendkívül bizonytalan kilátások miatt visszafogják beruházási kiadásait. Az export szintén gyengülést mutat, valamint egyes európai iparágak számára nehézséget jelent versenyképességük megőrzése.

A munkaerőpiac továbbra is rugalmas. A foglalkoztatás 2024 harmadik negyedében 0,2%-kal nőtt, ami ismét meghaladta a várakozásokat. A munkanélküliségi ráta októberben történelmi mélypontra, 6,3%-ra maradt. Eközben a munkaerő iránti kereslet továbbra is gyengülő tendenciát mutat. A betöltetlen álláshelyek aránya a harmadik negyedében 2,5%-ra csökkent, 0,8 százalékponttal a csúcspont alá, és a felmérések szerint a negyedik negyedében ugyancsak kevesebb munkahely létrejöttére lehet számítani.

Az euróövezet gazdasága az elkövetkező években várhatóan jelentős geopolitikai és politikai bizonytalanságok közepette folytatja fokozatos fellendülését. A stabil munkaerőpiaci környezet mellett különösen a reálbővítés és a foglalkoztatottság fogja várhatóan támogatni a fellendülést, amelynek egyik fő hajtóereje továbbra is a fogyasztás marad. A belső keresletre a finanszírozási feltételek enyhülése is ösztönzőleg hat majd, összhangban a kamatlábak jövőbeli alakulására vonatkozó piaci várakozásokkal. Bár nagyfokú bizonytalanság övezi, a fiskális politikáról feltételezhető, hogy összességében konszolidálódik. Mindazonáltal a Next Generation uniós programból származó forrásoknak a program 2027. évi lejártáig támogatniuk kell a növekedést. Az alapfeltevés szerint, ha Európa legfontosabb kereskedelmi partnereinek kereskedelempolitikája változatlan marad, a külföldi kereslet várhatóan erősödni fog, támogatva ezáltal az euróövezet exportját. Ennek eredményeként a nettó kereskedelem várhatóan lényegében semleges módon járul hozzá a GDP növekedéséhez, a meglévő versenyképességi kihívások ellenére. A munkanélküliségi ráta tovább csökken, és historikusan alacsony szintet ér el. Ahogy a termelékenységet a közelmúltban csökkentő néhány ciklikus tényező kezd megszűnni, a termelékenység az előrejelzési időszakon belül várhatóan emelkedni fog, bár a strukturális kihívások továbbra is fennállnak. Összességében a 2024. decemberi előrejelzések szerint az átlagos éves reál-GDP-növekedés 2024-ben 0,7%, 2025-ben 1,1%, 2026-ban 1,4% lesz, majd 2027-ben 1,3%-ra

mérséklődik. A 2024. szeptemberi előrejelzésekhez képest a GDP-növekedési kilátásokat lefelé módosították – főként a 2024 első felére vonatkozó beruházási adatok felülvizsgálata, a 2025-ös gyengébb exportnövekedésre vonatkozó várakozások, valamint a belső kereslet 2026-ra prognosztizált bővülésének kis mértékű lefelé irányuló felülvizsgálata miatt.

A fiskális és strukturális politikáknak termelékenyebbé, versenyképesebbé és ellenállóbbá kell tenniük a gazdaságot. Alapvető fontosságú feladat, hogy Mario Draghinak az európai versenyképesség fokozására vonatkozó javaslatai és Enrico Lettanak az egységes piac megerősítésére vonatkozó javaslatai után minél előbb konkrét és ambiciózus strukturális politikákkal lépünk fel. A Kormányzótanács üdvözli azt a kezdeményezést, mely szerint az Európai Bizottság – az EU felülvizsgált gazdaságirányítási keretének részeként – értékeli a kormányok középtávú fiskális és strukturális politikai terveit. A kormányoknak most arra kell összpontosítaniuk, hogy teljes mértékben és késedelem nélkül teljesítsék az e keretben vállalt kötelezettségeiket. Ez segíteni fogja a költségvetési hiány és az adósságráta tartós csökkentését, a növekedésösztönző reformok és a beruházások előtérbe helyezése mellett.

Infláció

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az éves infláció az októberi 2,0%-ról novemberben 2,3%-ra emelkedett. A növekedés várható volt, és elsősorban az energiával kapcsolatos felfelé irányuló bázishatást tükrözte. Az élelmiszerárak inflációja 2,8%-ra, a szolgáltatások inflációja pedig 3,9%-ra csökkent. Az árupiaci infláció 0,7%-ra emelkedett.

A hazai infláció, amely szorosan követi a szolgáltatások inflációját, októberben valamelyest ismét enyhült. Azonban 4,2%-os szintje továbbra is magasnak tekinthető. Ez az erős bérnyomást és azt a tényt tükrözi, hogy egyes szolgáltatások árai még mindig késve alkalmazkodnak a múltbeli inflációs hullámhoz. Ennek ellenére az alapinfláció összességében a célértékhez való tartós visszatérésnek megfelelően alakul.

A hosszabb távú inflációs várakozásokkal kapcsolatos legtöbb mutató értéke jelenleg 2% körül áll, és a közép- és hosszabb távú inflációs kompenzáció piaci alapú mutatói mérhető módon csökkentek a Kormányzótanács 2024. október 17-ei ülése óta.

Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése a második negyedévi 4,7%-ról 2024 harmadik negyedévében 4,4%-ra mérséklődött. A stabil termelékenység mellett ez hozzájárult a fajlagos munkaerőköltség lassabb növekedéséhez.

Az enyhülő munkaerőköltség-nyomás és a Kormányzótanács korábbi monetáris politikai szigorításának a fogyasztói árakra gyakorolt folytatódó hatása várhatóan hozzájárul ahhoz, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célérték körül állapodjon meg, mivel az energiaárak korábbi erőteljes csökkenése továbbra is kiesik az éves rátákból.

A 2024. decemberi előrejelzések szerint a HICP-infláció 2024 végén emelkedik, majd 2025 második negyedétől az EKB 2%-os inflációs célértéke köré csökken. Az előrejelzési időszak elején az infláció átmeneti növekedésének fő mozgatórugója várhatóan az energia-összetevő bázishatása lesz. A csökkenő olaj- és gázárakra vonatkozó feltételezések alapján az energiainfláció 2025 második feléig várhatóan negatív marad, majd ezt követően visszafogott tendenciát mutat, kivéve a 2027. évi fellendülést, amely az éghajlatváltozás enyhítését célzó új intézkedések bevezetésének köszönhető. Az előrejelzések szerint az élelmiszerek inflációja 2025 közepéig emelkedik, főként a feldolgozatlan élelmiszerek árának dinamikája miatt, majd 2027-re átlagosan 2,2%-ra csökken. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció (HICPX) 2025 elején várhatóan csökkenni fog, párhuzamosan a múltbeli energiaár-sokkok közvetett hatásainak gyengülésével, a munkaerőköltségek nyomásának csökkenésével és a korábbi monetáris politikai szigorítás késleltetett hatásainak folytatódó átgyűrűzésével a fogyasztói árakba. Ezt a csökkenést várhatóan a szolgáltatások – eddig viszonylag tartósan bizonyuló – inflációjának csökkenése fogja vezetni. Összességében a HICPX-infláció a 2024-es 2,9%-ról 2027-ben várhatóan 1,9%-ra mérséklődik. A bérnövekedés kezdetben magas marad, de az inflációs kompenzációs nyomás enyhülésével fokozatosan csökken. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének mérséklődése – a termelékenység növekedésének élénkülésével párosulva – várhatóan a fajlagos munkaerőköltség jelentősen lassabb növekedését eredményezi. Ennek eredményeképpen a belföldi árnyomás az előrejelzések szerint enyhülni fog, a profitráták pedig kezdetben tompítják a még mindig magas munkaerőköltségnyomást, de az előrejelzési időszak során javulásra lehet számítani. A külső árnyomás összességében mérsékelt marad. A 2024. szeptemberi előrejelzésekhez képest a 2024. és 2025. évi HICP-inflációra vonatkozó kilátásokat kismértékben lefelé módosították, főként a lefelé irányuló, adatokkal kapcsolatos meglepetések, valamint az alacsonyabb olaj- és villamosenergia-árfeltevés miatt.

Kockázatértékelés

Továbbra is csökkenőben vannak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos várható kockázatok. A világkereskedelemben jelentkező nagyobb súrlódások kockázata a visszafogott export és a világgazdaság gyengülése miatt az euróövezet növekedésére is hatással lehet. A bizalom csökkenése megakadályozhatja, hogy a fogyasztás és a beruházások a vártnál gyorsabban élénküljenek. Ezt a tendenciát felerősíthetik az olyan geopolitikai kockázatok, mint Oroszország Ukrajna ellen folytatott tarthatatlan háborúja, valamint a tragikus közel-keleti konfliktus, amelyek megzavarhatják az energiaellátást és a globális kereskedelmet. A növekedés mértéke akkor is alacsonyabb lehet, ha a monetáris politika szigorításának késleltetett hatásai a vártnál tovább tartanak. Ez magasabb lehet, ha a könnyebb finanszírozási feltételek és a csökkenő infláció lehetővé teszi a belső fogyasztás és a beruházások gyorsabb fellendülését.

Az infláció abban az esetben 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 ráadásul a vártnál nagyobb mértékben felhajthatja az élelmiszerárakat. Meglepő módon alacsonyabb szinten is alakulhat az infláció, ha az alacsony szintű bizalom és a geopolitikai eseményekkel kapcsolatos aggodalmak megakadályozzák, hogy a fogyasztás és a beruházások a vártnál gyorsabban élénküljenek, amennyiben a monetáris politika a vártnál nagyobb mértékben fogja vissza a keresletet, vagy ha a világ más részein váratlanul rosszabbul alakul a gazdasági környezet. A világkereskedelemben jelentkező nagyobb súrlódások bizonytalanabbá tennék az euróövezet inflációs kilátásait.

Gazdasági és monetáris feltételek

A Kormányzótanács októberi ülése óta tovább csökkentek a piaci kamatlábak az euróövezetben, ami a gazdasági kilátások vélt romlását tükrözi. Bár a finanszírozási feltételek továbbra is korlátozóak, a Kormányzótanács kamatcsökkentései fokozatosan olcsóbbá teszik a vállalatok és a háztartások számára a hitelfelvételt.

A vállalatoknak nyújtott új hitelek átlagos kamatlába októberben 4,7% volt, így több mint fél százalékponttal az egy évvel korábbi csúcserék alatt alakult. A piaci alapú adósságkibocsátás költsége a csúcserék elérése óta több mint egy százalékponttal csökkent. Az új jelzáloghitelek átlagos kamatlába, amely októberben 3,6% volt, mintegy fél százalékponttal alacsonyabb a 2023-as legmagasabb értékhez képest, bár a fennálló jelzáloghitel-állomány átlagos kamatlába várhatóan továbbra is emelkedni fog.

A vállalatoknak nyújtott banki hitelezés az eddigi alacsony szinthez viszonyítva fokozatosan emelkedett, és októberben 1,2%-kal nőtt az egy évvel korábbihoz képest. A vállalatok által kibocsátott hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok állománya éves szinten 3,1%-kal nőtt, ami hasonló volt az előző hónapok növekedéséhez. A jelzáloghitelezés októberben fokozatosan tovább emelkedett, éves szinten 0,8%-kal nőtt.

Monetáris politikai stratégiájával összhangban a Kormányzótanács alaposan elemezte a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás kölcsönös összefüggéseit. Az euróövezeti bankok továbbra is rugalmasak, és pénzügyi piaci stressz kevéssé megfigyelhető. A pénzügyi stabilitási kockázatok mindazonáltal továbbra is magasak. A makroprudenciális politika továbbra is az első védelmi vonal marad a pénzügyi sebezhetőségek kialakulásával szemben, egyben fokozza a rugalmasságot és megőrzi a makroprudenciális teret.

Monetáris politikai döntések

A betéti rendelkezésre állás, az irányadó refinanszírozási műveletek és az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 2024. december 18-ai hatállyal 3,00%-ra, 3,15%-ra, illetve 3,40%-ra csökkent.

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

2024 második felében az eurórendszer a továbbiakban nem fekteti be újra a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó összes tőketörlesztést annak érdekében, hogy a PEPP-portfóliót átlagosan havi 7,5 milliárd euróval csökkentse. A Kormányzótanács a PEPP program keretében folytatott újrabefektetési tevékenységet 2024 végén megszüntette.

A bankok 2024 decemberében visszafizették a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek keretében felvett fennmaradó összegeket, amivel a mérleg normalizálási folyamatnak ezen része lezárult.

Következtetés

2024. december 12-ei ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy az EKB három irányadó kamatlábát 25 bázisponttal csökkenti. A betéti rendelkezésre állási kamatláb – azaz a Kormányzótanács által megállapított, a monetáris politikai irányvonalat meghatározó kamatláb – csökkentéséről szóló döntés különösen az inflációs kilátásoknak, az alapinfláció dinamikájának és a monetáris politikai transzmisszió erejének aktualizált értékelésén alapult. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. A megfelelő monetáris politikai irányvonal meghatározása során adatfüggő és ülésenként változó megközelítést fog alkalmazni. 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 a mandátumába tartozó valamennyi eszközt szükség szerint kiigazítsa annak biztosítása érdekében, hogy az infláció középtávon tartósan a 2%-os 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 szöszedetében](#) (csak angolul).

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2024. december 11.

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-24-004-HU-N