



EURÓPAI KÖZPONTI BANK
EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2025/4

Gazdasági, pénzügyi és monetáris folyamatok

Áttekintés

2025. június 5-i 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 alapult.

Az infláció jelenleg a Kormányzótanács 2%-os középtávú célkitűzése körül alakul. Az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2025. júniusi makrogazdasági előrejelzése szerint 2025-ben átlagosan 2,0%-os, 2026-ban 1,6%-os, 2027-ben pedig 2,0%-os fogyasztóiár-index alapján mért infláció várható. Az EKB szakértő által az euróövezetre vonatkozóan készített 2025 márciusi makrogazdasági előrejelzéshez képest, a 2025-re és 2026-ra vonatkozóan egyaránt 0,3 százalékponttal lefelé módosított előrejelzések elsősorban az energiaárakra vonatkozó alacsonyabb feltételezéseket és az erősebb eurót tükrözik. A szakértők arra számítanak, hogy az energia- és élelmiszerárak nélkül számított inflációs ráta 2025-ben átlagosan 2,4%, 2026-ban és 2027-ben pedig 1,9% körül alakul, ami nagyjából változatlan a márciusi előrejelzéshez képest.

A szakértői vélemények szerint a reál-GDP növekedése 2025-ben átlagosan 0,9%, 2026-ban 1,1%, 2027-ben pedig 1,3% lesz. A 2025-re vonatkozó, változatlan növekedési előrejelzés a vártnál erősebb első negyedév és az év hátralévő részére vonatkozó gyengébb kilátások együttes hatását tükrözi. Míg a kereskedelempolitikát övező bizonytalanság várhatóan – különösen rövid távon – rányomja bélyegét az üzleti beruházásokra és az exportra, a védelmi és infrastrukturális kormányzati beruházások növekedése középtávon egyre inkább támogatni fogja a növekedést. A magasabb reáljövedelmek és az erős munkaerőpiac lehetővé teszi a háztartások számára, hogy többet költsenek. A kedvezőbb finanszírozási feltételekkel együtt ez a gazdaságot ellenállóbbá teheti a globális sokkhatásokkal szemben.

A nagyfokú bizonytalanságra tekintettel a szakértők néhány alternatív mintaforgatókönyv alapján felmérték azokat a mechanizmusokat is, amelyek révén a különböző kereskedelempolitikai intézkedések hatással lehetnek a növekedésre és az inflációra. Ezeket a forgatókönyveket a szakértői előrejelzésekkel együtt teszik közzé az EKB honlapján. E forgatókönyv-elemzés szerint a kereskedelmi feszültségek további fokozódása az elkövetkező hónapokban azt eredményezné, hogy a növekedés és az infláció elmaradna az alapvető előrejelzésekben prognosztizált szinttől. Ezzel szemben, ha a kereskedelmi feszültségek kedvező eredménnyel oldódnának meg, a növekedés és – kisebb mértékben – az infláció is magasabb lenne az alapprognózisban szereplő előrejelzéseknél.

Az alapinflációra vonatkozó mérőszámok többnyire arra utalnak, hogy az infláció tartósan a Kormányzótanács 2%-os középtávú célkitűzése körül fog alakulni. A bérnövekedés még mindig magas, de továbbra is láthatóan mérséklődik, és a nyereség részben tompítja annak inflációra gyakorolt hatását. Enyhültek azon aggodalmak, miszerint az áprilisi kereskedelmi feszültségek miatti fokozott bizonytalanság és a volatilis piaci reakció szigorító hatással lesz a finanszírozási feltételekre.

A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. Különösen a jelenlegi rendkívüli bizonytalanság mellett a Kormányzótanács az egyes ülésein az adatok függvényében fogja meghatározni a megfelelő monetáris politikai irányvonalat. 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 Eurostat gyorsbecslése szerint a gazdaság 2025 első negyedében 0,3%-kal nőtt. A munkanélküliség áprilisban 6,2%-os volt, ami az euro bevezetése óta a legalacsonyabb szint, a foglalkoztatás pedig a gyorsbecslés szerint az év első negyedében 0,3%-kal nőtt. Az euroövezet gazdasági növekedésének kilátásait beárnyékolják a kereskedelmi feszültségek és a fokozott globális bizonytalanság. A 2025-ös év egészét tekintve ezeket a hatásokat részben ellensúlyozza az első negyedében a vártnál erősebb gazdasági aktivitás, amely valószínűleg részben a magasabb vámtarifákra való felkészülésként előrehozott exportnak köszönhető. Középtávon a gazdasági tevékenységet a közelmúltban bejelentett új költségvetési intézkedések támogatják. A 2025. júniusi alapprognózis feltételezése szerint az uniós árukra kivetett, 10%-ra emelkedett amerikai vámok a teljes előrejelzési időszak alatt érvényben maradnak. A megnövekedett kereskedelempolitikai bizonytalanság és az euro közelmúltbeli felértékelődése mellett a magasabb vámok az euroövezet exportját és beruházásait, és kisebb mértékben a fogyasztást is terhelik. Ezzel szemben az új infrastrukturális és védelmi kormányzati kiadások – főként Németországban – 2026-tól kezdve várhatóan fellendítik az euroövezet belső keresletét. Összességében továbbra is adottak a feltételek ahhoz, hogy az euroövezet GDP-növekedése az előrejelzési időszakban erősödjön. Különösen a reálberek és a foglalkoztatás emelkedése, a kevésbé korlátozó finanszírozási feltételek – amelyek főként a közelmúltbeli monetáris politikai döntéseket tükrözik – és a külföldi kereslet élénkülése az előrejelzési időszak későbbi részében egyaránt támogathatja a fokozatos fellendülést. A 2025. márciusi előrejelzésekhez képest a GDP-növekedési kilátások 2025-re vonatkozóan nem változtak, ami a vártnál jobb beérkező adatoknak köszönhető, amelyeket azonban nagyrészt ellensúlyozni fogják a kereskedelmi feszültségek és az euro árfolyamának felértékelődése. A kereskedelmi feszültségek és az erősebb árfolyam miatt a 2026-os növekedést lefelé módosították, míg a 2027-es növekedés változatlan maradt.

A 2025. júniusi előrejelzésekkel összhangban a felmérési adatok összességében valamivel gyengébb kilátásra utalnak a közeljövőben. Míg a gyártás erősödött, részben azért, mert a magasabb vámok bevezetésére számítva előrehozták a kereskedelmi tranzakciókat, addig a belföldre orientált szolgáltatási ágazat lassulást mutat. A magasabb vámok és az erősebb euro várhatóan megnehezítik a vállalatok exporttevékenységét. A nagyfokú bizonytalanság pedig valószínűleg negatívan hat a beruházásokra. Ugyanakkor számos tényező biztosítja a gazdaság rugalmasságát, és középtávon támogatni fogja a növekedést. Az erős munkaerőpiac, a növekvő reáljövodelemek, a magánszektor stabil mérlegei és a kedvezőbb finanszírozási feltételek – részben a Kormányzótanács korábbi kamatcsökkentései miatt – mind-mind segítik a fogyasztókat és a vállalatokat abban, hogy ellenálljanak a volatilis globális környezetből eredő hatásoknak. A védelmi és infrastrukturális beruházások fokozására irányuló, nemrég bejelentett intézkedések szintén támogathatják a növekedést.

A jelenlegi geopolitikai környezetben még sürgetőbb szempont, hogy a költségvetési és strukturális politikák még termelékenyebbé, versenyképesebbé és ellenállóbbá tegyék az euroövezet gazdaságát. Az Európai Bizottság versenyképességi iránytűje konkrét cselekvési tervet kínál, és ennek javaslatait – többek között az egyszerűsítésre vonatkozóan – mielőbb el kell fogadni. Ide tartozik a megtakarítási és befektetési unió létrehozása egy világos és ambiciózus ütemterv szerint. Fontos továbbá a jogi keret gyors kialakítása annak érdekében, hogy előkészítsük a terepet a digitális euro lehetséges bevezetéséhez. A kormányoknak az EU gazdaságirányítási keretével összhangban biztosítaniuk kell a fenntartható államháztartást, miközben prioritásként kezelik a növekedést elősegítő alapvető strukturális reformokat és a stratégiai beruházásokat.

Infláció

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az éves infláció az áprilisi 2,2%-ról májusban 1,9%-ra csökkent. Az energiaár-infláció továbbra is -3,6% maradt. Az élelmiszerár-infláció az előző havi 3,0%-ról 3,3%-ra emelkedett. Az árupiaci infláció változatlanul 0,6% volt, míg a szolgáltatások inflációja az áprilisi 4,0%-ról 3,2%-ra csökkent. A szolgáltatások inflációja áprilisban elsősorban azért ugrott meg, mert a húsvéti ünnepek körüli utazási szolgáltatások árai a vártnál nagyobb mértékben emelkedtek.

A legtöbb inflációs alapmutató arra utal, hogy az infláció tartósan stabilizálódik a Kormányzótanács 2%-os középtávú célértékén. A munkaerőköltségek fokozatosan mérséklődnek, amint azt a kialakult bérekről beérkező adatok és az egy munkavállalóra jutó javadalmazás tekintetében rendelkezésre álló országos adatok jelzik. Az EKB bérindexe szerint 2025-ben tovább mérséklődik a kialakult

bérenövekedés, míg a 2025. júniusi előrejelzések szerint 2026-ban és 2027-ben 3% alá csökken. Bár az alacsonyabb energiaárak és az erősebb euro rövid távon lefelé nyomják az inflációt, 2027-ben az inflációs ráta várhatóan visszatér a célértékhez.

A rövid távú fogyasztói inflációs várakozások 2025 áprilisában emelkedtek, ami valószínűleg a kereskedelmi feszültségekkel kapcsolatos híreket tükrözi. A hosszabb távú inflációs várakozásokkal kapcsolatos legtöbb mutató értéke azonban továbbra is 2% körül mozog, ami arra utal, hogy az infláció stabilizálódik a Kormányzótanács által kitűzött célérték körülíszinten.

Míg a harmonizált fogyasztói árindexszel (HICP) mért infláció rövid távon valószínűleg 2% alatt marad, középtávon várhatóan visszatér a célértékhez. Az eurorendszer szakértői arra számítanak, hogy az infláció 2025 folyamán csökken, és 2026 első negyedévében 1,4%-os mélypontot ér el, majd 2027-ben visszatér 2,0%-ra. A 2025-ös évre vonatkozó inflációs ráta csökkenését részben a közelmúltbeli olajárak és nagykereskedelmi földgázárak csökkenését követő negatív energiainfláció okozza. Az energiainfláció várhatóan 2027-ig negatív marad, amikor az új kibocsátáskereskedelmi rendszer (ETS2) keretében az éghajlatváltozás mérséklésére irányuló új intézkedések lépnek hatályba. A 2025 második negyedévében bekövetkezett átmeneti emelkedést követően az élelmiszer-infláció 2027-ben várhatóan valamivel 2% feletti szintre csökken. Az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció várhatóan csökkenni fog, a szolgáltatási összetevőnek köszönhetően, mivel egyes tételek késleltetett árkiigazításának hatása megszűnik, a bérnyomás enyhül, és az alacsonyabb energiaárak érvényesülnek az árképzési láncban. A bérenövekedés továbbra is csökkenő tendenciát követ, mivel a múltbeli reálbér-veszteségek pótlására irányuló nyomás enyhül. A termelékenység növekedésének fellendülésével együtt ez várhatóan jelentősen lassabb fajlagos munkaerőköltség-növekedést eredményez. Az importárakban tükröződő külső árnymomás várhatóan mérsékelt marad, feltéve, hogy az EU vámpolitikája nem változik és az euró erősödése, valamint az elmúlt hónapokban tapasztalt energiaárak csökkenése némi lefelé irányuló nyomást gyakorol. A 2025. márciusi előrejelzésekhez képest a HICP-inflációra vonatkozó kilátásokat 2025-re és 2026-ra vonatkozóan egyaránt 0,3 százalékponttal lefelé módosították az alacsonyabb energiaárakra vonatkozó feltételezések és az euro

felértékelődése miatt, míg az 2027-re vonatkozó kilátásokat nem módosították.

Kockázatértékelés

Továbbra is csökkenőben vannak a gazdasági növekedéssel kapcsolatos várható kockázatok. A globális kereskedelmi feszültségek további fokozódása és az ahhoz kapcsolódó bizonytalanságok az export visszafogása, valamint a beruházások és a fogyasztás visszaesése révén csökkenthetik az euroövezet növekedését. A pénzügyi hangulat romlása a finanszírozási feltételek szigorodásához és a kockázatkerülés fokozódásához vezethet, és ez csökkentheti a vállalatok és a háztartások befektetési és fogyasztási hajlandóságát. A geopolitikai feszültségek, mint például Oroszország Ukrajna ellen folytatott indokolatlan háborúja és a tragikus közel-keleti konfliktus továbbra is szintén jelentős bizonytalansági forrást jelentenek. Ezzel szemben, ha a kereskedelmi és geopolitikai feszültségek gyorsan megoldódnának, az javíthatná a hangulatot és ösztönözhetné az aktivitást. A védelmi és infrastrukturális kiadások további növelése, valamint a termelékenységet fokozó reformok szintén hozzájárulnának a növekedéshez.

Az euroövezet inflációs kilátásai a szokásosnál bizonytalanabbak a változékony globális kereskedelempolitikai környezet miatt. A csökkenő energiaárak és az erősebb euro további nyomást gyakorolhat az inflációra. Ezt tovább fokozhatja, ha a magasabb vámok visszafogják az euróövezeti export iránti keresletet, és a kapacitásfelesleggel rendelkező országok az euróövezet felé irányítják át az exportjukat. A kereskedelmi feszültségek fokozhatják a pénzügyi piacok volatilitáshoz és a kockázatkerülést, ami visszafoghatja a belföldi keresletet és ezáltal mérsékelheti az inflációt is. Ezzel szemben a globális ellátási láncok széttöredezettsége növelheti az inflációt az importárak emelkedése és a hazai gazdaság kapacitáskorlátjainak növekedése révén. A védelmi és infrastrukturális kiadások növelése szintén inflációs hatással járhat középtávon. A szélsőséges időjárási viszonyok és tágabb értelemben a kibontakozó klímaválság a vártnál nagyobb mértékben emelheti az élelmiszerárakat.

Gazdasági és monetáris feltételek

A Kormányzótanács 2025. április 17-i monetáris politikai ülése óta a kockázatmentes kamatlábak nagyjából változatlanok maradtak. A részvényárak emelkedtek, a vállalati kötvények kamatfelárai pedig csökkentek a globális kereskedelempolitikával kapcsolatos pozitívabb hírek és a globális kockázati hangulat javulása nyomán.

A Kormányzótanács korábbi kamatcsökkentései továbbra is hozzájárulnak a vállalati hitelfelvétel költségeinek mérséklődéséhez. A vállalkozásoknak nyújtott új hitelek átlagos kamatlába a márciusi 3,9%-ról áprilisban 3,8%-ra csökkent. A piaci alapú adósságkibocsátás költsége változatlanul 3,7% volt. A vállalatoknak nyújtott banki hitelezés fokozatosan tovább erősödött, éves szinten 2,6%-kal nőtt áprilisban a márciusi 2,4%-ot követően, miközben a vállalati kötvénykibocsátás visszafogott volt.

Az új jelzáloghitelek átlagos kamatlába áprilisban 3,3% maradt, miközben a jelzáloghitelzés növekedése 1,9%-ra emelkedett. Monetáris politikai stratégiájával összhangban a Kormányzótanács alaposan elemezte a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás kölcsönös összefüggéseit. Bár az euroövezet bankjai továbbra is ellenállóak, a pénzügyi stabilitás szélesebb értelemben vett kockázatai továbbra is magasak, különösen a rendkívül bizonytalan és változékony globális kereskedelempolitika miatt. A makroprudenciális politika továbbra is az első védvonal a pénzügyi sebezhetőségek kialakulásával szemben, fokozza a rugalmasságot és megőrzi a makroprudenciális mozgásteret.

Monetáris politikai döntések

A betéti rendelkezésre állás, az irányadó refinanszírozási műveletek és az aktív oldali rendelkezésre állás kamatlába 2025. június 11-i hatállyal 2,00%-ra, 2,15%-ra, illetve 2,40%-ra csökkent.

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

Következtetés

2025. június 5-i 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 alapult. A Kormányzótanács elkötelezett amellett, hogy az infláció tartósan a 2%-os középtávú célértéken stabilizálódjon. Különösen a jelenlegi rendkívüli bizonytalanság mellett a Kormányzótanács az egyes ülésein az adatok függvényében fogja meghatározni a megfelelő monetáris politikai irányvonalat. 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, 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. december

ISSN 2363-3611 (pdf)

EU katalógusszám QB-BQ-24-004-HU-N