



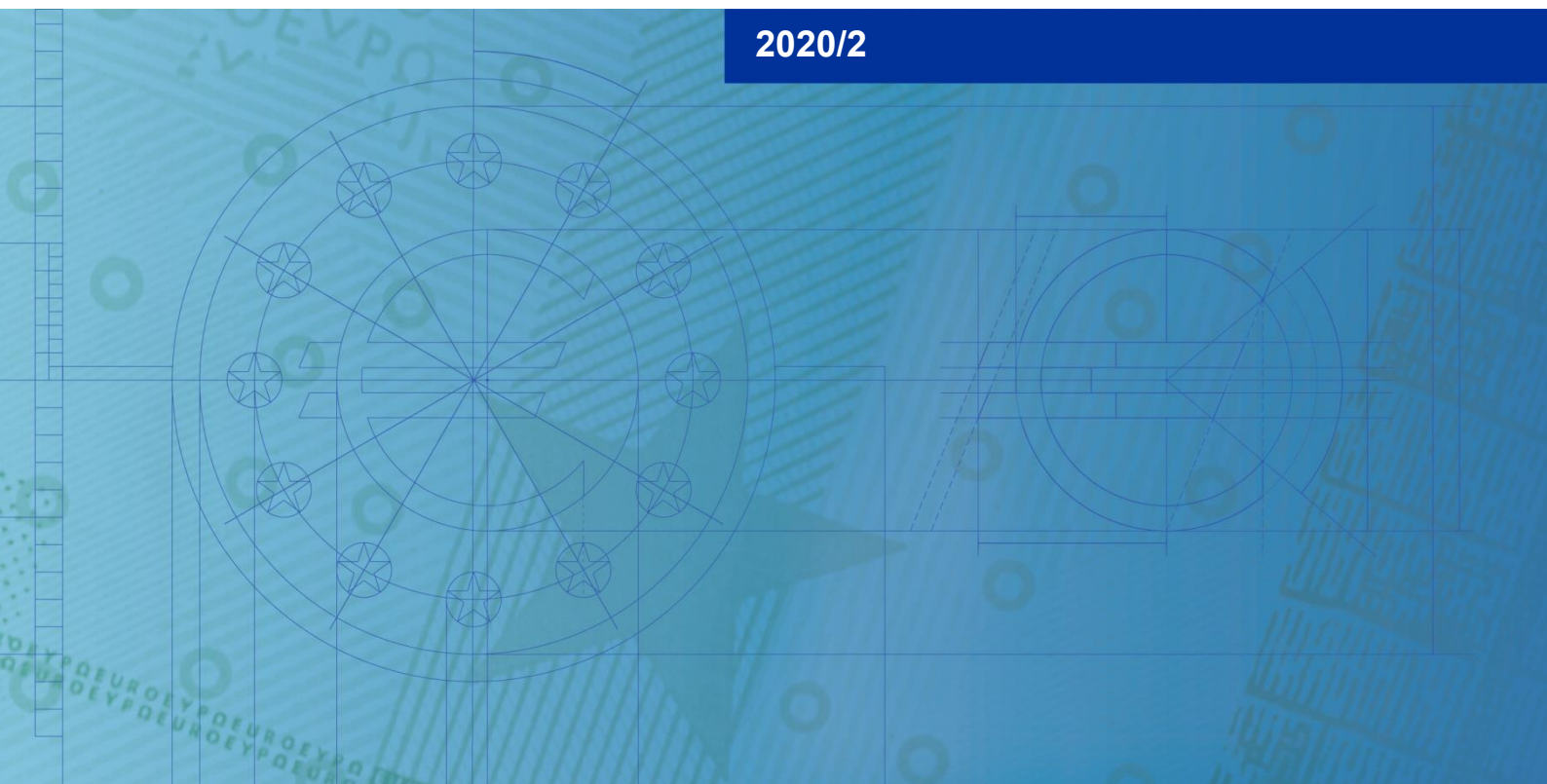
EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

# Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2020/2



# Gazdasági és monetáris folyamatok

## Áttekintés

**Március 12-ei monetáris politikai ülésén a Kormányzótanács monetáris politikai intézkedések átfogó csomagjáról döntött.** A már létező jelentős monetáris politikai ösztönzéssel együtt ezek az intézkedések támogatni fogják a háztartások, vállalkozások és bankok likviditási és finanszírozási feltételeit, valamint segíteni fogják a reálgazdaságnak történő zökkenőmentes hitelnyújtást. A Kormányzótanács legutóbbi, január végi ülése óta a koronavírus (COVID-19) elterjedése súlyos csapást jelent a globális és az euroövezeti gazdaság növekedési kilátásaira, továbbá fokozta a piaci volatilitást. Még ha végül is csak átmeneti, a járvány jelentős hatással lesz a gazdasági konjunktúrára. Nevezetesen, le fogja lassítani a termelést a megszakadt ellátási láncok miatt, továbbá csökkenteni fogja a bel- és külföldi keresletet, különösen a járvány megfékezésére irányuló szükséges intézkedések kedvezőtlen hatása következtében. Ezenkívül a megnövekedett bizonytalanság negatívan hat a kiadási tervekre és azok finanszírozására. Az euroövezet növekedésének kilátásait övező kockázatok egyértelműen lefelé irányulók. A geopolitikai tényezőkkel, fokozódó protekcionizmussal és a feltörekvő piacok sebezhetőségeivel kapcsolatban korábban azonosított kockázatok mellett a koronavírus terjedése új és lényeges forrása a növekedési kilátások lefelé irányuló kockázatának. Mindezeket tekintetbe véve, az EKB Kormányzótanácsa számos szakpolitikai döntést hozott a monetáris politikai irányultság védelmében, valamint, hogy támogassa a monetáris politika reálgazdaságba történő transzmisszióját.

## Gazdasági és monetáris értékelés a Kormányzótanács 2020. március 12-ei ülésének idején

**A COVID-19 járvány kibontakozása rontja a világgazdaságnak az EKB szakértői 2020. márciusi előrejelzéseibe foglalt kilátásait.** A prognózisok lezárásának napja óta kialakult fejlemények arra utalnak, hogy a globális konjunktúrának a COVID-19 kitörésével kapcsolatos lefelé irányuló kockázata részben bekövetkezett, ami arra utal, hogy idén a globális konjunktúra a prognózisokban előre látottnál gyengébb lesz. A járvány kitörése akkor érte a világgazdaságot, amikor a konjunktúra és a kereskedelem stabilizálódásának jelei kezdtek kibontakozni, valamint az Egyesült Államok és Kína közötti, vámcsökkentésekkel kísért, úgynevezett első fázisú kereskedelmi megállapodás aláírása mérsékelte a bizonytalanságot. Méginkább előre tekintve, a prognosztizált globális fellendülés várhatóan csak szerény lendületet vesz. Ez több, még mindig sebezhető feltörekvő piacgazdaság fellendülésén fog múlni, miközben a fejlett gazdaságok előrejelzett ciklikus lassulása és a kínai strukturális átmenet egy lassúbb növekedési pályára nyomasztólag fog hatni a középtávú kilátásokra. A globális konjunktúra kockázatai megváltoztak, de egyenlegük továbbra is lefelé irányul. Jelenleg a legégetőbb lefelé irányuló kockázat a COVID-19 kitörésének és további kibontakozásának potenciálisan szélesebb körű

és hosszabb hatásával van kapcsolatban. A globális inflációs nyomások visszafogottak maradnak.

**A globális kockázatérzékelés meredeken romlott, a piaci volatilitás pedig megugrott, amint a koronavírus a (2019. december 12-től 2020. március 11-éig tartó) vizsgált időszak vége felé elterjedt a világon.** Az euroövezeti hosszú távú kockázatmentes kamatlábak határozottan csökkentek, az időszak kezdetén megfigyeltnél jelentősen alacsonyabb szintekre. Az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje élesen lefelé mozdult; rövid és közepes lejáratokon bekövetkezett átfordulása további monetáris politikai alkalmazkodás piaci árazását jelezte. A globális kockázatkerülés meredek emelkedésével összhangban az euroövezeti részvényárak erősen csökkentek, miközben bővültek az állam- és vállalati kötvények felárai. A volatilis devizapiacokon az euro lényegesen felértékelődött az euroövezet 38 legfontosabb kereskedelmi partnerének valutáival szemben.

**Az előző negyedévhez képest 2019. negyedik negyedévében a feldolgozóipari szektor meglévő gyengesége és a beruházások lassuló növekedése következtében az euroövezet reál-GDP-növekedése mérsékelt maradt, és 0,1%-ot tett ki, az előző negyedév 0,3%-os növekedését követően.** A beérkező gazdasági adatok és felmérésből származó információk alacsony szintű euroövezeti növekedési dinamikára engednek következtetni, még nem teljes mértékben tükrözve az európai kontinensen február végén terjedni kezdett koronavírussal kapcsolatos folyamatokat, amelyek káros hatással vannak a konjunktúrára. A koronavírus terjedéséből eredő zavaroknál távolabb tekintve, az euroövezeti növekedés várhatóan középtávon vesz ismét lendületet kedvező finanszírozási feltételek, az euroövezet fiskális politikai irányultságának, valamint a globális konjunktúra várható helyreállításának támogatásával.

**Az EKB szakértőinek az eurorendszerre vonatkozó 2020. márciusi makrogazdasági előrejelzései szerint az éves reál-GDP 2020-ban várhatóan 0,8%-kal, 2021-ben 1,3%-kal, 2022-ben pedig 1,4%-kal fog nőni.** Az eurorendszer szakértőinek 2019. decemberi makrogazdasági előrejelzéseihez képest a reál-GDP-növekedési kilátások 2020-ra vonatkozóan 0,3 százalékponttal, míg 2021-re vonatkozóan 0,1 százalékponttal lefelé módosultak, aminek fő oka a koronavírus kitörése, bár a vírus utóbbi időben bekövetkezett gyors euroövezeti terjedése e számokban csak részben tükröződik. Ezért az euroövezet növekedésének kilátásait övező kockázatok egyértelműen lefelé irányulóak. A koronavírus terjedése a növekedési kilátások lefelé irányuló kockázatának új és lényeges forrása a geopolitikai tényezőkkel, fokozódó protekcionizmussal és a feltörekvő piacok sebezhetőségeivel kapcsolatos kockázatokon túlmenően.

**Az Eurostat gyorsbecslése szerint a januári 1,4%-ról az euroövezet éves HICP-inflációja 2020 februárjában 1,2%-ra csökkent.** Az olaj napi és határidős árainak meredek esését alapul véve a fogyasztóiár-index alapján mért infláció az elkövetkező hónapokban valószínűleg jelentősen csökkenni fog. Ez az értékelés csak részben tükröződik az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. márciusi makrogazdasági előrejelzéseiben, amelyek 2020-ra 1,1%-os, 2021-re 1,4%-os, míg 2022-re 1,6%-os éves HICP-inflációval számolnak, és lényegében

változatlanok az eurorendszer szakértőinek 2019. decemberi előrejelzéseikhez képest. Középtávon az inflációt támogatni fogják az EKB monetáris politikai intézkedései. A koronavírus inflációra gyakorolt hatásait nagyfokú bizonytalanság övezi, tekintettel arra, hogy a gyengébb kereslettel összefüggő lefelé irányuló nyomásokat ellensúlyozhatják a kínálati fennakadásokhoz kötődő felfelé irányuló nyomások. Az olajárak legújabb meredek esései jelentős lefelé irányuló kockázatokkal járnak a rövid távú inflációs kilátásokra nézve.

**A monetáris dinamika kényelmes szintekről mérséklődött 2019 nyarának vége óta. A magánszektorban nyújtott hitelek hitelkategóriáinként továbbra is eltérő folyamatokat mutatnak.** Miközben a háztartásoknak nyújtott hitelezés rugalmas maradt, a cégeknek történő hitelezés mérséklődött. A kedvező banki finanszírozási és hitelezési feltételek továbbra is támogatták a hitelezést és így a gazdasági növekedést. Az euroövezeti cégek teljes nettó külső finanszírozása stabilizálódott, amit támogattak a kedvező hitelfinanszírozási költségek. Ugyanakkor a kockázatkerülő hangulat utóbbi időbeli fokozódása valószínűleg a nem pénzügyi vállalatok nem banki finanszírozási feltételeinek romlását okozza.

**Az euroövezet államháztartási költségvetési egyenlege 2020-ban és 2021-ben előreláthatólag csökken, 2022-ben pedig stabilizálódik. A csökkenés jórészt az alacsonyabb elsődleges többleteknek tulajdonítható.** E folyamatok a prognózisokban egy expanzív fiskális politikai irányultságban is tükröződnek 2020-ban és 2021-ben, amit egy nagyjából semleges irányultság követ 2022-ben. A viszonylag expanzív fiskális irányultság ellenére a prognózisokban az euroövezet GDP-arányos államadóssága várhatóan egy fokozatosan csökkenő pályán marad a kedvező kamatláb–növekedés különbségnek és egy valamennyire pozitív elsődleges egyenlegnek köszönhetően az egész időszakra vonatkozóan. A koronavírus (COVID-19) terjedésével kapcsolatos, az előrejelzések véglegesítése utáni fejlemények a fiskális irányultság kilátásainak egyértelmű rosszabbodására mutatnak. A vírus terjedésének figyelembevételével, a korábban meghirdetett fiskális politikák mellett az eurocsoport közös és összehangolt szakpolitikai intézkedés melletti elkötelezettségét erősen támogatni kell.

## Monetáris politikai döntések

2020. március 12-én a Kormányzótanács monetáris politikai intézkedések átfogó csomagjáról döntött. A monetáris politikai válasz három kulcselemet tartalmazott: először, a likviditási feltételek védelmezése a bankrendszerben egy sor kedvezően árazott hosszabb lejáratú refinanszírozási művelettel (HLRM); másodsor, a reálgazdaságba történő folyamatos hiteláramlás megvédése a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (CHLRM-ek) alapvető újraelibrálásával; és harmadszor, a gazdaság finanszírozási feltételei prociklikus módon történő szigorodásának megakadályozása az eszközvásárlási program (EVP) növelésével.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> További információkért lásd: Lane, P.R., „The Monetary Policy Package: An Analytical Framework”, *The ECB Blog*, EKB, 2020. március 13.

1. Megnövekedett bizonytalanság idején lényeges, hogy nagylelkű feltételekkel biztosítsanak likviditást a pénzügyi rendszer számára a likviditásszűke és a likviditás árára nehezedő nyomás megelőzésére, ideértve azokat az időket, amikor a koronavírus működési kockázati kihívásokat támaszthat a pénzügyi rendszer résztvevői számára. Ezért a Kormányzótanács úgy döntött, hogy – átmenetileg – további HLRM-eket folytat le, hogy azonnali likviditási támogatást nyújtson az euroövezet pénzügyi rendszerének. Jóllehet a Kormányzótanács nem látja feszültségek lényeges jeleit a pénzpiacokon vagy likviditáshiányokat a bankrendszerben, e műveletek szükség esetén hatékony védőháló biztosítanak. A műveleteket teljes allokációjú rögzített kamatú tendereljárás formájában fogják lebonyolítani. Árazásuk vonzó lesz, a betéti rendelkezésre állás átlagos kamatlábalával azonos kamatlábalal. Ezek az új HLRM-ek kedvező feltételekkel fognak likviditást biztosítani, hogy áthidalják a 2020. júniusi CHLRM-III műveletig tartó időszakot.
2. Mivel a háztartások és cégek bevételeit és kiadási terveit érzékenyen érinti a koronavírus terjedése, kiemelten fontos a banki hitelezés támogatása azok számára, akiket leginkább sújtanak a nem várt gazdasági fejlemények. Különösen ilyenek a kis- és középvállalkozások. Ezért a Kormányzótanács úgy döntött, hogy lényegesen kedvezőbb feltételeket alkalmaz a 2020 júniusa és 2021 júniusa közötti időszakban az akkor fennálló minden CHLRM-III műveletre. Ebben az időszakban e CHLRM-III műveletek kamatlába 25 bázisponttal az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveleteiben alkalmazott átlagos kamatláb alatt lesz. Azon szerződő felek számára, amelyek fenntartják hitelnyújtásuk szintjét, az e műveletekben alkalmazott kamatláb alacsonyabb lesz, és a 2021 júniusában végződő időszakban a betéti rendelkezésre állás átlagos kamatlábánál akár 25 bázisponttal alacsonyabb is lehet. Ráadásul a szerződő felek által a CHLRM-III műveletekben kölcsönvehető maximális teljes összeg ezentúl a 2019. február 28-ai elfogadható hitelállományuk 50%-ára emelkedik. Ez több mint 1 billió euróval összesen csaknem 3 billió euróra növeli az e program szerinti lehetséges teljes hitelfelvételi volument. Mindent egybevetve, a CHLRM új feltételei jelentősen segíteni fogják azon finanszírozási feltételek könnyítését, amelyek meghatározzák a bankok által cégeknek és háztartásoknak nyújtott hitelek kínálatát. Ezzel összefüggésben a Kormányzótanács megbízta az eurorendszer bizottságait, hogy vizsgálják meg fedezetkönnyítő intézkedések lehetőségét annak biztosítása érdekében, hogy a szerződő felek továbbra is maradéktalanul ki tudják használni az EKB finanszírozási támogatását.
3. Elengedhetetlen egy kellően alkalmazkodó monetáris politikai irányultság biztosítása, különösen egy nagyfokú bizonytalansággal és fokozott pénzügyi volatilitással jellemzett környezetben. Emiatt van, hogy a Kormányzótanács nettó eszközvásárlások további 120 milliárd euró összegű átmeneti keretének év végéig történő hozzáadásáról is döntött, a magánszektorbeli vásárlási programok erős hozzájárulását biztosítva. A várakozások továbbra is arról szólnak, hogy a nettó eszközvásárlások addig fognak tartani, amíg az EKB irányadó kamatlábai alkalmazkodó hatásának megerősítéséhez szükséges, és röviddel az előtt érnek véget, hogy a Kormányzótanács elkezdje emelni az EKB

irányadó kamatlábait. A meglévő EVP-vel együtt ez az átmeneti keret szélesebben fogja támogatni a pénzügyi feltételeket, és ezzel könnyíti a kamatlábakat is, amelyek fontosak a reálgazdaság számára. Ráadásul a vásárlások nagyobb üteme biztosítani fogja, hogy az eurorendszer erőteljesebb jelenlétet mutasson a piacon a fokozott volatilitás ezen időszakaiban, ideértve az EVP-be ágyazott rugalmasság teljes kihasználását a piaci viszonyokra való reagálás érdekében. Ez átmeneti ingadozásokkal járhat a vásárlási folyamatok eszközosztályok és országok közötti megoszlásában, válaszul a „biztonságba menekülési” és likviditási sokkokra. Az országok közötti állandósult allokációktól való ilyen eltérések a program hatáskörén belül vannak, feltéve, hogy a tőkejegyzési kulcs hosszú távon továbbra is lehorgonyozza az eurorendszer teljes részvényállományát.

4. Továbbá a Kormányzótanács az EKB irányadó kamatlábait változatlanul hagyta. Azt valószínűsíti, hogy azok a mostani szinteken vagy azok alatt maradnak, míg az inflációs kilátások erőteljesen közelítenek egy 2%-hoz eléggé közeli, de az alatti szinthez az előrejelzési időszakon belül, és ez a konvergencia következetesen tükröződik az alapinfláció dinamikájában.
5. Végül a Kormányzótanácsnak szándéka az is, hogy továbbra is maradéktalanul újra befekteti az EVP keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztést egy hosszabb időszakon keresztül azt követően, hogy elkezdi emelni az EKB irányadó kamatlábait, de minden esetre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.

Tekintettel a jelenlegi folyamatokra, a Kormányzótanács továbbra is szoros figyelemmel követi a koronavírus terjedésének a gazdaságra, a középtávú inflációra és a monetáris politika transzmissziójára gyakorolt hatásait. A Kormányzótanács készen áll valamennyi eszközeinek szükség szerinti kiigazítására annak biztosítása érdekében, hogy az infláció fenntartható módon, a szimmetria iránti elkötelezettségének megfelelően mozduljon a célja felé.

Ugyanakkor, tekintettel a gyengébb kilátásokra, most ambiciózus és összehangolt fiskális politikai irányultságra, valamint a lefelé irányuló kockázatok további bekövetkezése elleni védekezésre van szükség. A Kormányzótanács üdvözli azokat az intézkedéseket, amelyeket már több kormány is megtett, hogy az egészségügyi szektorban kellő erőforrásokat biztosítson, valamint támogatást nyújtson az érintett vállalatoknak és alkalmazottaknak. Nevezetesen olyan intézkedések szükségesek, mint például hitelgaranciák nyújtása, hogy kiegészítsék és megerősítsék a Kormányzótanács által hozott monetáris politikai intézkedéseket.



## Kiegészítés a Kormányzótanács március 18-ai határozataihoz

A koronavírus járvány olyan átfogó közegészségügyi vészhelyzetet teremtett, amely csak néhány esetben fordult elő a közelmúlt történelmében. Ez különösen erős gazdasági sokkhatást okozott, amely nagyszabású, összehangolt és sürgős politikai válaszlépést tesz szükségessé minden területen. Március 18-án a Kormányzótanács a járványra való tekintettel új, járványügyi szükséghelyzeti vásárlási programot (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) hirdetett meg annak a példa nélküli helyzetnek a kezelése érdekében, amellyel az euroövezet kénytelen szembe nézni. A program csak átmeneti jellegű, és lehetőséget biztosít az EKB számára, hogy megvédje monetáris politika transzmisszióját és végső soron az EKB azon képességét, hogy biztosítsa az árstabilitást az euroövezetben. Kiemelten, a pénzügyi piaci fejlemények hatására a finanszírozási feltételek szigorodtak, különös tekintettel a hosszabb futamidőkre. A kockázatmentes görbe felfelé mozdult el, és a szuverén hozamgörbék, amelyek kiemelten fontos szerepet játszanak az összes eszköz árazásában, minden szakaszon emelkedtek és szórttá váltak. Eleget téve mandátumának a Kormányzótanács az alábbi döntéseket hozta:

1. A magán- és az állami szektor értékpapírjaira vonatkozó új, átmeneti eszközvásárlási program indítása a COVID-19 kitörése és fokozódó terjedése által jelentett, a monetáris politika transzmissziós mechanizmusát és az euroövezet kilátásait fenyegető súlyos kockázatoknak való ellenállás érdekében.

Ezen új járványügyi szükséghelyzeti vásárlási program (PEPP) teljes kerete 750 milliárd € lesz. A vásárlások 2020 végéig történnek, és kiterjednek a meglévő eszközvásárlási program (EVP) szerint elfogadható minden eszközkategóriára.

Az állami szektor értékpapírjainak vásárlására vonatkozóan a benchmark allokáció az egyes joghatóságok között továbbra is a nemzeti központi bankok tőkejegyzési kulcsa lesz. Ugyanakkor az új PEPP szerinti vásárlások lebonyolítása rugalmasan fog történni. Ez lehetővé tesz ingadozásokat a vásárlások alakulásában időben, eszközosztályok és joghatóságok között.

A görög kormány által kibocsájtott értékpapírok felmentést fognak kapni az elfogadhatósági követelmények alól a PEPP szerinti vásárlások esetén.

A Kormányzótanács akkor fogja megszüntetni a PEPP szerinti nettó eszközvásárlásokat, amikor úgy ítéli meg, hogy a koronavírus-válság időszaka véget ért, de semmi esetre sem az év vége előtt.

2. A vállalati szektort érintő vásárlási program (CSPP) szerinti elfogadható eszközök körének kiterjesztése a nem pénzügyi kereskedelmi papírokra, minden elégséges hitelminőségű kereskedelmi papírt a CSPP szerinti vásárlásra elfogadhatóvá téve.
3. A fedezeti standardok könnyítése a hitelbiztosítéki keretrendszer fő kockázati paramétereinek kiigazításával. Nevezetesen, ki fogjuk bővíteni a további hitelkövetelések (ACC) körét a vállalati szektor finanszírozásával kapcsolatos követelésekre. Ez biztosítani fogja, hogy a szerződő partnerek továbbra is maradéktalanul kihasználhassák az eurorendszer refinanszírozási műveleteit.

Az EKB Kormányzótanácsa elkötelezetten betölti az euroövezet minden polgárának támogatását szolgáló szerepét ebben a rendkívüli kihívásokkal teli időszakban.

Ennek megfelelően az EKB biztosítani fogja, hogy a gazdaság minden szektora részesülhessen azon támogató finanszírozási feltételekből, amelyek lehetővé teszik számukra e megrázkódtatás csillapítását. Ez egyaránt vonatkozik a családokra, cégekre, bankokra és kormányokra.

Felhatalmazásának határain belül a Kormányzótanács minden szükséges lépést meg fog tenni. A Kormányzótanács teljes mértékben készen áll eszközvásárlási programjai méretének növelésére és összetételük kiigazítására, ahogy és ameddig szükséges. Feltár minden alternatívát és lehetőséget, hogy támogassa a gazdaságot e megrázkódtatás idején.

Amennyiben valamilyen saját maga által kijelölt korlát gátolna olyan intézkedést, amelyet az EKB-nak meg kell tennie megbízatása teljesítése érdekében, a Kormányzótanács megfontolja ezek szükséges mértékű felülvizsgálatát, hogy intézkedése arányos legyen a kockázatokkal, amelyekkel szembenézünk. Az EKB nem fog eltérni semmilyen kockázatot, amely monetáris politikájának az euroövezet valamennyi jogrendszerében megvalósuló transzmisszióját fenyegeti.

© Európai Központi Bank, 2020

Postacím 60640 Frankfurt am Main, Németország  
Telefon +49 69 1344 0  
Honlap [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Minden jog fenntartva. A kiadvány kizárólag oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével sokszorosítható.

A Jelentés elkészítése az EKB Kormányzótanácsának feladata. A fordításokat a nemzeti jegybankok készítik el és publikálják.

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2020. március 11.

Az egyes szak kifejezések megtalálhatók az [EKB szövegeiben](#) (csak angol).

ISSN 2363-3611 (pdf)  
EU katalógusszám QB-BQ-20-002-HU-N