



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2020/4



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

Június 4-i monetáris politikai ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy megnöveli a keretösszeget és kiterjeszti a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) horizontját, valamint ismételten befekteti lejáró tőketörlesztéseit, miközben folytatja az eszközvásárlási programot (EVP) és újrabefektetéseit, továbbá változatlanul hagyja az EKB irányadó kamatlábait. A beérkező információ megerősítik, hogy az euroövezet gazdaságában példátlan recesszió tapasztalható. A koronavírus (COVID-19) világjárvány és a megfékezése érdekében hozott intézkedések következtében a gazdasági tevékenység hirtelen visszaesése következett be. A megszűnt munkahelyek nagy száma és a súlyos jövedelemvesztések, valamint a gazdasági kilátások megnövekedett bizonytalansága a fogyasztói kiadások és a beruházások jelentős csökkenéséhez vezettek. Miközben felmérési adatok és valós idejű konjunktúramutatók a mélypont elérésének némi jeleit mutatták a járvány megfékezésére irányuló intézkedések fokozatos könnyítése mellett, a javulás eddig lagymatag volt a mutatók előző két havi zuhanásának sebességéhez képest. Az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzései szerint az idei második negyedévben a növekedés példátlan módon visszaesik, mielőtt a második félévben ismét erőre kap – a fiskális és monetáris politika döntő fontosságú és jelentős mértékű támogatásának segítségével. Mindazonáltal a prognózisok mind a gazdasági tevékenység szintjének, mind az inflációs kilátásoknak a lényeges lefelé történő módosítását vonják maguk után a teljes előrejelzési horizonton, bár az alappályát kivételes mértékű bizonytalanság övezi. Miközben a fogyasztóiár-index alapján mért inflációt lenyomják az alacsonyabb energiaárak, az árnyomások várhatóan mérsékeltek maradnak a reál-GDP meredek csökkenése és a gazdasági pangás ezzel kapcsolatos jelentős fokozódása miatt. Mindezeket figyelembe véve a Kormányzótanács egy sor monetáris politikai intézkedésről döntött, hogy támogassa a gazdaságot annak fokozatos újraindítása során, és megőrizze a középtávú árstabilitást.

Gazdasági és monetáris értékelés a Kormányzótanács 2020. március 4-i ülésének idején

A COVID-19 járvány a globális kilátások erős romlását okozta, amint azt az eurorendszer szakértőinek 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzései leírják. A COVID-19 világjárvány megbénította a világgazdaságot, és a kormányok által az egész világon a vírus terjedésének megakadályozása érdekében hozott intézkedések jelentették a konjunktúra közelmúltbeli meredek visszaesésének egyik okát. Az utóbbi időben több ország megkezdte a járvány elleni intézkedések könnyítését, de ez a folyamat valószínűleg nagyon fokozatos lesz. A gazdasági tevékenységet – különösen a feltörekvő piacgazdaságokban – a nyersanyagárak

meredek esése, a szigorúbb pénzügyi feltételek és a jelentős tőkekiáramlások is hátrányosan érintették. A beérkező adatok alátámasztják, hogy a járvány megfékezésére irányuló intézkedések gazdaságra nézve káros következménye erős lesz és mélyreható. Tekintettel e súlyos, globális zavarokra, az eurorendszer szakértőinek 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzései a világ reál-GDP-jének (kivéve az euroövezetet) 4,0%-os zsugorodásával számolnak az idei évre vonatkozóan. E visszaesés üteme gyorsabb, és mértéke nagyobb, mint a gazdasági világválságé. 2020 első két negyedévének erős visszaesését követően a globális gazdasági tevékenység várhatóan a harmadik negyedévben kezd helyreállni, és 2021-ben 6,0%-kal, 2022-ben pedig 3,9%-kal növekszik. A világkereskedelemre gyakorolt hatás súlyosabb lesz, mivel a logisztikai fennakadások és a lezárt határok felerősítik a káros következmények hatását. A globális kilátások erőteljes rosszabbodása ellenére – a júniusi előrejelzések szerint – e kilátások kockázatai továbbra is lefelé irányulnak. A legfontosabb, hogy a világjárvány hatása erősebbnek és hosszantartóbbnak bizonyulhat, mint azt jelenleg várjuk.

A Kormányzótanács 2020. márciusi ülése óta a pénzügyi feltételek némileg lazultak ugyan az euroövezetben, de nem tértek vissza a COVID-19-nek az egész világon való elterjedését megelőzően látott szintekre. A (2020. március 12. és 2020. június 3. közötti) vizsgált időszakban az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje felfelé mozdult. Rövid lejáratokon még mindig jelen van az inverziója, bár nem annyira, mint március 12-én, ami azt jelzi, hogy mérséklődtek és még inkább a jövőbe tolódtak a piaci szereplőknek az irányadó kamatlábak további csökkentéseire vonatkozó várakozásai. A PEPP és más szakpolitikai intézkedések révén biztosított monetáris politikai alkalmazkodás ellenére a hosszú lejáratú euroövezeti szuverénkötvény-hozamok a vizsgált időszakban emelkedtek. A kockázatos eszközök árai a februárban és márciusban bekövetkezett veszteségekből részben helyreálltak, főként a globális kockázatérzékenység javulása és azon megfigyelés közepette, hogy némileg gyengültek egy fenyegető globális válság kis valószínűségű, de annál nagyobb kárt okozni képes kockázatai („tail risks”). A devizapiacokon az euro kereskedéssel súlyozott árfolyama lényegében stabil maradt, miközben a kétoldalú árfolyamok volatilitása a COVID-19 világjárványt övező bizonytalanságot tükrözte.

Az előző negyedévhez képest 2020 első negyedévében az euroövezet reál-GDP-je 3,8%-kal csökkent, és a beérkező adatok a reál-GDP második negyedévi további jelentős zsugorodására utalnak. A legfrissebb gazdasági mutatók és felmérési eredmények alátámasztják az euroövezet gazdaságának erős visszaesését és a munkaerő-piaci feltételek gyors rosszabbodását. A koronavírus világjárvány és a megfékezésére irányuló szükséges intézkedések súlyosan érintették a feldolgozóipart és a szolgáltató szektort, visszafogva az euroövezet termelő kapacitását és a belföldi keresletet. A legfrissebb mutatók arra utalnak, hogy a visszaesés májusban elérhette a mélypontot, mivel a gazdaság egyes részei fokozatosan újranyitnak. Ennek megfelelően az euroövezeti gazdasági tevékenység a járvány megfékezésére irányuló intézkedések további lazításával a harmadik negyedévben várhatóan fellendül, amit támogatnak a kedvező finanszírozási feltételek, az expanzív fiskális irányultság és a globális konjunktúra helyreállása, bár a fellendülés teljes sebessége és mértéke továbbra is igen bizonytalan.

Ez az értékelés lényegében tükröződik az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzéseiben is. Az előrejelzések alappályájában az éves reál-GDP 2020-ban várhatóan 8,7%-kal zuhan, majd 2021-ben 5,2%-kal, 2022-ben pedig 3,3%-kal emelkedik. Az EKB szakértőinek 2020. márciusi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest a reál-GDP-növekedés kilátásai lényegesen, 9,5 százalékponttal lefelé módosultak 2020-ra vonatkozóan, ugyanakkor 3,9 százalékponttal felfelé módosultak 2021-re és 1,9 százalékponttal 2022-re vonatkozóan. Tekintettel a kilátásokat övező kivételes bizonytalanságra, az előrejelzések két alternatív forgatókönyvet is tartalmaznak.¹ Általában véve a visszaesés és a kilábalás mértéke döntően a járvány megfékezésére irányuló intézkedések időtartamától és eredményességétől, a jövedelmekre és a foglalkoztatásra gyakorolt káros hatás mérséklését célzó politikák sikerétől, valamint annak mértékétől függ, hogy mennyire tartós a kínálati kapacitásra és a belföldi keresletre gyakorolt hatás. Összességében a Kormányzótanács úgy látja, hogy az alap-előrejelzést övező kockázatok egyenlege lefelé irányuló.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja az áprilisi 0,3%-ról májusban 0,1%-ra csökkent, elsősorban az energiaárak alacsonyabb inflációja következtében. Az olaj napi és határidős árai alapján a fogyasztóiár-index alapján mért infláció valószínűleg némileg tovább csökken az elkövetkező hónapokban, és mérsékelt marad az év végéig. Középtávon a gyengébb kereslet lefelé irányuló nyomást fog gyakorolni az inflációra, amit csak részben fognak ellensúlyozni a kínálati korlátokkal összefüggő felfelé irányuló nyomások. A hosszabb távú inflációs várakozások piaci alapú mutatói nyomott szinteken maradtak. Miközben az inflációs várakozások felméréseken alapuló mutatói rövid és középtávon csökkentek, a hosszabb távú várakozások kevésbé érintettek.

Ez az értékelés tükröződik az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzéseiben is, amelyek az alappályán 2020-ra 0,3%-os, 2021-re 0,8%-os, 2022-re pedig 1,3%-os éves HICP-inflációval számolnak. Az EKB szakértőinek 2020. márciusi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest a HICP-infláció kilátásai 2020-ra vonatkozóan 0,8 százalékponttal, 2021-re 0,6 százalékponttal, míg 2022-re 0,3 százalékponttal lefelé módosultak. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó éves HICP-infláció várhatóan 0,8% lesz 2020-ban, 0,7% 2021-ben és 0,9% 2022-ben.

A COVID-19 világjárvány a monetáris dinamika hirtelen gyorsulását okozta, ami mögött a vállalkozások folyamatban levő fizetések finanszírozását szolgáló akut likviditási igénye, valamint az volt, hogy a gazdasági szereplők elővigyázatossági okok miatt erősen preferálták a pénztartást. A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség (M3) növekedése a márciusi 7,5%-ról áprilisban 8,3%-ra fokozódott. A pénzmennyiség erőteljes növekedése bankhiteltermést tükröz, amelyet nagymértékben vezérelnek a gazdaság akut likviditási igényei. Ráadásul a nagyfokú gazdasági bizonytalanság elővigyázatossági okok miatt a

¹ Lásd: „Az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó makrogazdasági előrejelzései, 2020. június”, amely 2020. június 4-én került közzétételre az EKB honlapján.

pénztartás irányába történő elmozdulást idéz elő. Az M1 szűkebb értelemben vett monetáris aggregátum, amely a pénz leglikvidebb formáit tartalmazza, továbbra is a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség-növekedés fő támogatója. A magánszektorban nyújtott hitelek alakulását továbbra is a koronavírus konjunktúrára gyakorolt hatása befolyásolta. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a márciusi 5,5%-ról 2020 áprilisában 6,6%-ra tovább emelkedett, tükrözve a cégek folyamatos kiadásai és forgótőkéje finanszírozásának igényét a gyorsan csökkenő jövedelmekkel összefüggésben. Ugyanakkor a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a márciusi 3,4%-ról áprilisban 3,0%-ra mérséklődött a járvány megfékezésére irányuló intézkedések miatti fogyasztási korlátok, csökkenő bizalom és rosszabbodó munkaerőpiac közepette. A Kormányzótanács szakpolitikai intézkedései – különösen a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (CHLRM-III) igen kedvező feltételei – várhatóan ösztönzik a bankokat, hogy a magánszektor minden gazdálkodó egységének nyújtsanak hiteleket. A nemzeti kormányok és európai intézmények által elfogadott intézkedésekkel együtt a Kormányzótanács intézkedései támogatják a finanszírozáshoz való folyamatos hozzáférést azok számára is, akiket a koronavírus világjárvány következményei a leginkább érintenek.

A COVID-19 világjárványnak jelentős hatása van a fiskális politikákra az

euroövezetben. A járvány megfékezésére irányuló intézkedések példátlan fiskális élénkítő csomagokat is eredményeztek, amelyek célja a káros gazdasági következmények mérséklése és a gyors kilábalásra való felkészülés. Így az euroövezet államháztartásának költségvetési hiánya 2020-ban várhatóan jelentősen, a GDP 8,5%-ára nő, szemben a 2019-es 0,6%-kal. Jóllehet a deficitráta 2021-ben várhatóan 4,9%-ra csökken, még 2022-ben is valószínűleg 3,8% lesz. Összességében az euroövezet aggregált fiskális politikai irányultsága 2020-ban erősen expanzív, de 2021-ben megszorítónak értékelhető, mert addigra a legtöbb támogató intézkedést várhatóan kivezetik. A 2021-es negatív fiskális irányultság ellenére az összesített költségvetési egyenleg jelentős mértékben negatív marad, miközben a költségvetési eszközök továbbra is a gazdasági kilábalást támogatják, nem elsősorban az automatikus stabilizátorokon keresztül. Az ambiciózus és összehangolt fiskális politikai irányultság továbbra is kritikus fontossággal bír, tekintettel az euroövezet gazdaságának gyors zsugorodására, bár az intézkedéseknek célzottak és ideiglenesnek kell lenniük. Ebben a vonatkozásban igencsak örvendetes mind az Európai Tanács által elfogadott három biztonsági háló 540 milliárd eurós csomagja, mind az Európai Bizottság helyreállítási tervre vonatkozó javaslata a világjárvány által leginkább sújtott régiók és szektorok támogatása érdekében.

Monetáris politikai döntések

Két fő tényező együttesen további monetáris politikai intézkedést tett szükségessé. Az egyik, hogy az inflációs kilátások világjárvánnyal kapcsolatos lefelé történő módosítása veszélyezteti a Kormányzótanács középtávú árstabilitási mandátumát. A másik, hogy mialatt a PEPP meghirdetése óta a pénzügyi piacokon lényegesen stabilizálódtak a körülmények, a pénzügyi feltételek az euroövezet egésze számára

napjainkban továbbra is jóval szigorúbbak, mint a világvárványt megelőző időszakban, miközben a konjunkturális kilátások és az infláció könnyebb pénzügyi feltételeket kívánnak meg.

Mindezeket tekintetbe véve 2020. június 4-én a Kormányzótanács egy sor monetáris politikai intézkedésről döntött, hogy – megbízásával összhangban – támogassa a folyamatban levő bőséges mértékű monetáris alkalmazkodást, amely középtávon az infláció 2% alatti, de ahhoz közeli szintekhez való erőteljes konvergenciájához szükséges.

1. A Kormányzótanács úgy döntött, hogy 600 milliárd euróval összesen 1350 milliárd euróra növeli a PEPP keretösszegét. Válaszul az infláció világvárvánnyal kapcsolatos lefelé történt módosítására az előrejelzési horizonton, a PEPP bővítése tovább fogja lazítani az általános monetáris politikai irányultságot, támogatva a finanszírozási feltételeket a reálgazdaságban, különösen a vállalkozások és a háztartások számára. Ahogy az idő telik, a vásárlások továbbra is rugalmas módon folytatódnak az egyes eszközosztályokra kiterjedően és az országok között. Ez lehetővé teszi a Kormányzótanács számára, hogy eredményesen elhárítsa a monetáris politika zökkenőmentes transzmisszióját fenyegető kockázatokat.
2. A Kormányzótanács úgy határozott, hogy legalább 2021 júniusának végéig kiterjeszti a PEPP szerinti nettó eszközvásárlások horizontját. Ez nagyjából összehangolja a vásárlási időhorizontot más olyan monetáris politikai intézkedések horizontjával, amelyeket a világvárványra reagálva hoztak, például a CHLRM-III-mal és a pandémiás vészhelyzeti hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekkel (PELTRO-kkal). Mindenesetre az EKB addig folytatja a PEPP szerinti nettó eszközvásárlásokat, amíg a Kormányzótanács úgy nem ítéli meg, hogy a koronavírus-válság időszaka véget ért.
3. A Kormányzótanács úgy határozott, hogy legalább 2022 végéig újra befekteti a PEPP alapján vásárolt értékpapírokból származó lejárató tőketörlesztéseket. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést. Az újrabefektetések segíteni fognak a pénzügyi feltételek indokolatlan szigorítása kockázatának elkerülésében, miközben a gazdaság még mindig a pandémiás sokkból tér magához. Ugyanakkor helyénvaló, hogy a PEPP újrabefektetési stratégiája tükrözi annak átmeneti jellegét és a pandémiás vészhelyzettel való kapcsolatát.
4. Ezenkívül az EVP alapján történő nettó vásárlások az év végéig havi 20 milliárd eurós ütemben folytatódnak, együtt a plusz 120 milliárd eurós átmeneti keret szerinti vásárlásokkal. A Kormányzótanács továbbra is azt várja, hogy az EVP szerinti havi 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.

5. A Kormányzótanácsnak az a szándéka, hogy továbbra is maradéktalanul újra befekteti az EVP keretében vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztést egy hosszabb időszakon keresztül azt követően, hogy elkezd emelni az EKB irányadó kamatlábait, de minden esetre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.
6. Végezetül, a Kormányzótanács az EKB irányadó kamatlábait változatlanul hagyta. Ezek várhatóan 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.

A már meglévő jelentős monetáris politikai ösztönzéssel együtt a Kormányzótanács döntései támogatni fogják a gazdaság likviditási és finanszírozási feltételeit, segíteni fognak a háztartásokhoz és cégekhez való hiteláramlás fenntartásában, valamint hozzá fognak járulni a kedvező finanszírozási feltételek fenntartásához minden szektor és joghatóság számára, hogy támogassák a gazdaság felépülését a koronavírus káros következményeiből. Ugyanakkor a jelenlegi gyorsan alakuló gazdasági környezetben a Kormányzótanács teljes mértékben elkötelezett marad, hogy felhatalmazásának határain belül megtegyen mindent, ami az euroövezet minden polgárának támogatásához szükséges e rendkívüli kihívásokkal teli időszakban. Ez mindenekelőtt a Kormányzótanács azon szerepére vonatkozik, hogy biztosítsa monetáris politikájának transzmisszióját a gazdaság minden részébe és minden joghatósághoz az EKB árstabilitási mandátumának teljesülése érdekében. A Kormányzótanács ezért továbbra is készen áll valamennyi eszközének szükség szerinti kiigazítására annak biztosítása érdekében, hogy az infláció fenntartható módon, a szimmetria iránti elkötelezettségének megfelelően mozduljon a célja felé.

© Európai Központi Bank, 2020

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

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2020. június 3.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-20-096-HU-N