



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

# Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2020/6



# Gazdasági és monetáris folyamatok

## 1 Áttekintés

**2020. szeptember 10-i monetáris politikai ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy nem változtat alkalmazkodó monetáris politikai irányultságán.** A beérkező információk a korábbi várakozásokkal nagyjából összhangban a konjunktúra erős – de nem teljes – fellendülésére utalnak, bár az aktivitás szintje jóval elmarad a koronavírus-járvány (COVID-19) előtti szintjeitől. Miközben a feldolgozóipari konjunktúra tovább javult, a szolgáltatási szektor lendülete az utóbbi időben némileg lassult. A fellendülés erejét jelentős bizonytalanság övezi, mert továbbra is nagyban függ a járvány jövőbeli alakulásától és a megfékezésére irányuló intézkedések sikerességétől. Az euroövezeti belső kereslet lényegesen javult a korábbi alacsony szintekhez képest, ugyanakkor a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság továbbra is nyomasztólag hat a fogyasztási kiadásokra és az üzleti beruházásokra. A fogyasztóiár-index alapján mért inflációt mérséklék az alacsony energiaárak és a gyenge árnymások – összefüggésben a visszafogott kereslettel és a munkaerőpiac pangásával. Mindezeket tekintetbe véve, továbbra is nagymértékű monetáris ösztönzésre van szükség a gazdasági fellendülés támogatása és a középtávú árstabilitás biztosítása érdekében. Ezért 2020. szeptember 10-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy ismételten megerősíti alkalmazkodó monetáris politikai irányvonalát.

### 1.1.1.1 Gazdasági és monetáris értékelés a Kormányzótanács 2020. szeptember 10-i ülésének idején

**A koronavírus-járvány továbbra is a bizonytalanság legfőbb forrása a világgazdaság számára.** A járvány megfékezésére irányuló intézkedések fokozatos feloldásához vezető, május közepe táján megfigyelt átmeneti stabilizálódást követően az utóbbi időben megint emelkedni kezdett az új esetek naponkénti száma, táplálva a koronavírusos fertőzések ismételt erőteljes újjáéledésével kapcsolatos félelmeket. E félelmek a fogyasztói bizalomra is hatnak. A beérkező adatok megerősítik, hogy a globális konjunktúra a második negyedévben érte el mélypontját, és május közepétől kezdett fellendülni a járvány megfékezésére irányuló intézkedések fokozatos feloldásával összhangban. Az EKB szakértőinek 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzései szerint a világ reál-GDP-je (az euroövezet nélkül) idén 3,7%-kal zsugorodik, majd 2021-ben 6,2%-kal, illetve és 2022-ben 3,8%-kal bővül. A globális kereskedelem zsugorodása még súlyosabb lesz, tekintettel erőteljes prociklikusságára (különösen gazdasági visszaesések idején), valamint a koronavírus-válság sajátos természetére, amely szakadásokat okozott a globális termelési láncokban, és növelte a kereskedelem költségeit a járvány megfékezésére irányuló intézkedések miatt. A globális kilátások kockázatai továbbra is lefelé irányulóak, tekintettel a járvány alakulásával kapcsolatos tartós bizonytalanságra, amely maradandó sebeket okozhat a világgazdaságnak. További

lefelé irányuló kockázatok kötődnek a brexittárgyalások kimeneteléhez, a kereskedelmi protekcionizmus fokozódásának kockázatához, valamint a globális ellátási láncokra gyakorolt hosszabb távú negatív hatásokhoz.

**A Kormányzótanács 2020. júniusi ülése óta a pénzügyi feltételek némileg tovább lazultak ugyan az euroövezetben, de még nem tértek vissza a koronavírus-járvány előtti szintekre.** A (2020. június 4. és szeptember 9. közötti) vizsgált időszakban az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje kissé lefelé mozdult, és bár enyhén átfordult a rövid végen, nem jelez közelgő kamatvágásra vonatkozó határozott várakozásokat. A hosszú lejáratú euroövezeti államkötvényfelárak monetáris és fiskális támogatás kombinációja közepette csökkentek a vizsgált időszakban. A kockázatos eszközök árai némileg emelkedtek, főként az általában pozitívabb rövid távú nyereségkilátásokkal összefüggésben. A devizapiacokon az euro árfolyama kereskedéssel súlyozva és az amerikai dollárral szemben viszonylag erősen felértékelődött.

**2020 második negyedében az euroövezet reál-GDP-je az előző negyedéhez képest 11,8%-kal zsugorodott.** A beérkező adatok és felmérési eredmények az euroövezet gazdaságának folytatódó fellendülését jelzik, és – jóllehet a válság előtti szinteken maradván – a GDP harmadik negyedévi emelkedését mutatják. Az ipari és szolgáltatási termelés jelentős fellendülése mellett a fogyasztás egyértelmű helyreállításának jelei mutatkoznak. A feldolgozóipari szektorhoz képest az utóbbi időben lassult a szolgáltatási szektor lendülete, ami látható az augusztusra vonatkozó felmérési eredményekben is. A koronavírusos fertőzési ráták nyári hónapokban bekövetkezett emelkedései a rövid távú kilátásokat hátráltató tényezőket jelentenek. Előre tekintve a további tartós fellendülés erősen függ a pandémia alakulásától és a járvány megfékezésére irányuló intézkedések sikerességétől. Miközben a járvány alakulásával kapcsolatos bizonytalanság valószínűleg mérsékelni fogja a fellendülés erejét a munkaerőpiacon, valamint a fogyasztás és a beruházások területén, az euroövezet gazdaságát kedvező finanszírozási feltételekkel, expanzív fiskális irányultsággal, továbbá a globális konjunktúra és kereslet erősödésével kell támogatni.

**Ez az értékelés lényegében tükröződik az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseiben.** Ezek az előrejelzések 2020-ra -8,0%-os, 2021-re 5,0%-os, míg 2022-re 3,2%-os reál-GDP-növekedést vetítenek előre. Az Eurorendszer szakértőinek 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest a reál-GDP-növekedés kilátásai 2020-ra vonatkozóan felfelé módosultak, 2021-re és 2022-re vonatkozóan pedig lényegében változatlanok. Tekintettel a kilátásokat jelenleg övező kivételes bizonytalanságra, a prognózisok két alternatív forgatókönyvet tartalmaznak, egy enyhét és egy zordat, amelyek a járvány alakulásával kapcsolatos különböző feltételezéseknek felelnek meg.<sup>1</sup> Összességében az euroövezet növekedési kilátásai kockázatainak egyenlege lefelé irányuló marad. Ez az értékelés nagyban tükrözi a járvány továbbra is bizonytalan gazdasági és pénzügyi következményeit.

<sup>1</sup> Lásd: „Az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseit”, amelyeket 2020. szeptember 10-én tettek közzé az EKB honlapján.

**Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja a júliusi 0,4%-ról augusztusban -0,2%-ra csökkent.**

Az olaj napi és határidős árai alapján, valamint figyelembe véve a német áfakulcs átmeneti csökkentését, a fogyasztóiár-index alapján mért infláció a következő hónapokban valószínűleg negatív marad, mielőtt 2021 elején ismét pozitívvá válik. Ráadásul rövid távon az árnyomások a gyenge kereslet, az alacsonyabb bérnymások és az euro árfolyamának felértékelődése miatt mérsékeltek maradnak – a kínálati korlátokkal kapcsolatos némely felfelé irányuló árnyomások ellenére. Középtávon a kereslet alkalmazkodó monetáris és fiskális politikák által támogatott fellendülése felfelé irányuló nyomást fog gyakorolni az inflációra. A hosszabb távú inflációs várakozások piaci alapú mutatói visszatértek a járvány előtti szintjeikre, de továbbra is igen mérsékeltek, miközben a felmérés alapú mutatók alacsony szinteken maradnak.

**Ez az értékelés nagyjából tükröződik az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseiben, amelyek 2020-ra 0,3%-os, 2021-re 1,0%-os, míg 2022-re 1,3%-os éves inflációval számolnak.**

Az Eurorendszer szakértőinek 2020. júniusi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest az inflációs kilátások 2020-ra vonatkozóan nem változtak, 2021-re vonatkozóan felfelé módosultak, míg 2022-re vonatkozóan változatlanok. A 2022-es inflációra vonatkozó változatlan prognózis mögött az energiát és élelmiszert nem tartalmazó inflációnak a – részben a monetáris és fiskális politikai intézkedések pozitív hatását tükröző – felfelé módosítása van, amelyet nagyban ellensúlyozott az energiaárak felülvizsgált pályája. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó éves HICP-infláció várhatóan 0,8% lesz 2020-ban, 0,9% 2021-ben és 1,1% 2022-ben.

**A koronavírus járvány továbbra is jelentősen befolyásolja a monetáris dinamikát az euroövezetben.**

A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség (M3) növekedése folytatódott, és a 2020. júniusi 9,2% után júliusban 10,2%-ot ért el. A pénzmennyiség erőteljes növekedése belföldi hiteltermelést, az eurorendszer általi folyamatos eszközvásárlásokat és elővigyázatossági megfontolásokat tükröz, amelyek a likviditás iránti fokozott preferenciát táplálják a pénztartó szektorban. 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 júliusban nagyjából stabil maradt, és 7,0%-ot tett ki a júniusi 7,1%-kal szemben. E magas ütemek a cégek megnövekedett likviditási szükségleteit tükrözik, hogy finanszírozni tudják folyamatos kiadásaikat és forgótőkéjüket, valamint további likviditási puffereket tudjanak képezni, bár a konjunktúra fellendülése bevételeik bizonyos mértékű helyreállítását eredményezte. A háztartások nyújtott hitelek éves növekedési üteme ugyancsak stabil maradt, és júliusban 3,0%-ot tett ki. A nemzeti kormányok és európai intézmények által elfogadott intézkedésekkel együtt a Kormányzótanács szakpolitikai intézkedései továbbra is támogatni fogják a finanszírozáshoz való hozzáférést azok számára is, akiket a világjárvány következményei a leginkább érintenek.

**A koronavírus-járvány továbbra is rendkívül nagy hatással van az euroövezeti államháztartásra.**

A járvány megfékezésére irányuló intézkedések fiskális költsége

minden euroövezeti országban jelentős, ugyanakkor a teher mértéke és a reagálási képesség országonként változó. A gazdasági visszaesés és a jelentős fiskális támogatás eredményeként az euroövezet államháztartásának költségvetési hiánya a 2019-es 0,6%-ról 2020-ban várhatóan jelentősen, a GDP 8,8%-ára emelkedik. A deficitráta 2021-ben várhatóan 4,9%-ra, míg 2022-ben 3,6%-ra csökken. A 2020-as átfogó fiskális intézkedések a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg arányos rosszabbodásához vezettek, a makrogazdasági helyzet romlását tükröző negatív ciklikus komponens mellett. Az elkövetkező javulást várhatóan a vészintézkedések kivezetése és egy jobb ciklikus pozíció fogja vezérelni. Az ambiciózus és összehangolt fiskális politikai irányultság továbbra is kritikus fontossággal bír, tekintettel az euroövezet gazdaságának gyors zsugorodására, bár az intézkedéseknek célzottnak 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 750 milliárd eurós Next Generation EU csomagja, amelyben megvan a lehetőség, hogy jelentősen támogassa a járvány által leginkább sújtott régiókat és szektorokat.

## Monetáris politikai döntések

Összegezve, a gazdasági elemzés eredményének összevetése a monetáris elemzésből érkező jelekkel megerősítette a monetáris alkalmazkodás bőséges mértékének szükségességét, hogy középtávon az infláció erőteljesen konvergáljon a 2% alatti, de ahhoz közeli szintekhez. Mindezeket tekintetbe véve 2020. szeptember 10-én a Kormányzótanács ismételten megerősítette a meglévő alkalmazkodó monetáris politikai intézkedéseket.

1. 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.
2. A Kormányzótanács úgy döntött, hogy folytatja a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) szerinti vásárlásait egy összesen 1350 milliárd eurós kerettel. E vásárlások hozzájárulnak az átfogó monetáris politikai irányultság könnyítéséhez, segítve ezzel a járványnak az infláció prognosztizált pályájára gyakorolt lefelé irányuló hatása ellensúlyozását. 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. A PEPP szerinti nettó eszközvásárlások legalább 2021 júniusának végéig folytatódnak, de mindenesetre addig, amíg a Kormányzótanács úgy nem ítéli meg, hogy a koronavírus-válság időszaka véget ért. Ezenkívül a PEPP alapján vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztések újbóli befektetései legalább 2022 végéig folytatódnak. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását

úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést.

3. Az eszközvásárlási program (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. Továbbá, 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 elkezdje emelni az EKB irányadó kamatlábait, de mindenestre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.
4. Végül, a Kormányzótanács refinanszírozási műveletei révén is folytatja fogja a bőszeges likviditás biztosítását. Különösen a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozatának (CHLRM-III) legutóbbi műveletei esetén regisztráltak igen magas pénzfelvételt, támogatva a cégek és háztartások banki hitelezését.

A Kormányzótanács által március eleje óta hozott monetáris politikai intézkedések döntő fontosságú támogatást biztosítanak az euroövezet gazdaságának fellendüléséhez és a középtávú árstabilitás megőrzéséhez. Ezek a döntések különösen támogatják a gazdaság likviditási és finanszírozási feltételeit, segítik a háztartásokhoz és cégekhez való hiteláramlás fenntartását, valamint hozzájárulnak a kedvező finanszírozási feltételek fenntartásához minden szektor és joghatóság számára. Ugyanakkor a megnövekedett bizonytalansággal jellemzett jelenlegi környezetben a Kormányzótanács gondosan értékeli fogja a beérkező információkat, ideértve az árfolyam alakulását, tekintettel annak a középtávú inflációs kilátásokra gyakorolt hatására. A Kormányzótanács 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](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. szeptember 9.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)  
EU katalógusszám QB-BQ-20-006-HU-N