



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2020/8



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

2020. december 10-i monetáris politikai ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy újraszabályozza monetáris politikai eszköztárát. Miközben a konjunktúra élénkülése a harmadik negyedévben erősebb volt a vártnál, és a vakcinák gyártásának kilátásai ígéretesek, a koronavírus (COVID-19) járvány továbbra is komoly veszélyt jelent a népegészségügy, az euroövezet és a világ gazdaságai számára. A COVID-19 esetek ismételt megjelenése és ehhez kapcsolódóan a járvány megfékezésére irányuló intézkedések jelentősen korlátozzák az euroövezet gazdasági tevékenységét, amely a várakozások szerint 2020 negyedik negyedévében zsugorodik. Miközben a feldolgozóipari szektorban a konjunktúra továbbra is jól tartja magát, a szolgáltatási tevékenységet súlyosan visszaveti a fertőzési ráták emelkedése, valamint a társadalmi érintkezésre és mobilitásra vonatkozó új korlátozások. A gyenge kereslettel, valamint a munkaerő- és termékpiacok jelentős pangásával összefüggésben az infláció továbbra is igen alacsony. Összességében a korábban előre látotthoz képest a beérkező adatok és az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzései a járványnak a gazdaságra gyakorolt markánsabb rövid távú hatására és az infláció elhúzódó gyengeségére utalnak. Mindezeket tekintetbe véve, 2020. december 10-i ülésén a Kormányzótanács úgy döntött, hogy újraszabályozza monetáris politikai eszköztárát.

Gazdasági és monetáris értékelés a Kormányzótanács 2020. december 10-i ülésének idején

2020 harmadik negyedévében a világgazdaság erősen fellendült, amit a növekedési lendület folytatódása követett a negyedik negyedév elején, viszont a rövid távú gazdasági kilátásokat felhők árnyékolják be. Miközben a koronavírus elleni hatékony vakcinák kifejlesztéséről szóló legfrissebb hírek derűlátást eredményeztek a pénzügyi piacon, a rövid távú globális gazdasági kilátásokat továbbra is beárnyékolja a járvány. Az új COVID-19 fertőzések számának jelentős emelkedése (különösen a fejlett gazdaságokban) a járvány megfékezésére irányuló intézkedések újbóli bevezetéséhez vezetett, bár ezek az intézkedések a gazdasági tevékenységet kevésbé zavarónak tűnnek a járvány első hulláma idején végrehajtottakhoz képest. Az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzései szerint a(z euroövezetet nem tartalmazó) világ reál-GDP-je idén 3,0%-kal zsugorodik, és 2021-ben 5,8%-kal bővül, majd 2022-ben és 2023-ban 3,9%-kal, illetve 3,6%-kal nő. 2020-ban a(z euroövezetet nem tartalmazó) világkereskedelem a reál-GDP-nél gyorsabban zsugorodott, de 2021-ben várhatóan erősebben fellendül. Ez elsősorban a kereskedelem kifejezettebb prociklikusságát tükrözi, különösen gazdasági visszaesések során. E káros hatások várhatóan kevésbé súlyosak lesznek a fertőzések közelmúltbeli ismételt feltámadásával

összefüggésben. A globális gazdasági kilátásokat övező kockázatok egyenlege a korábban vártnál kevésbé negatívnak látszik, hiszen a több vakcina használhatóságával kapcsolatos hírekre tekintettel kevésbé valószínű a zord forgatókönyv megvalósulása.

A vakcinákra vonatkozó pozitív bejelentések következtében javuló kockázatérzékelés közepette a Kormányzótanács 2020. szeptemberi ülése óta a pénzügyi feltételek összességében némileg tovább lazultak az euroövezetben.

A (2020. szeptember 10. és december 9. közötti) vizsgált időszakban az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje némileg ingadozott, de végül is lényegében változatlan maradt. Ez a COVID-19 felgyorsult európai terjedésével kapcsolatos aggodalmakat tükrözi, szembeállítva a vakcinákról szóló pozitív hírekkel. A görbe továbbra is csak enyhén invertált a rövid végen. Ebben az időszakban – a folytatódó monetáris és fiskális támogatásra vonatkozó várakozások, valamint különösen a sikeres vakcinakísérletekről szóló híreknek köszönhetően javuló globális kockázatérzékelés közepette – a hosszú lejáratú államkötvényhozamok és -szpredek jelentősen estek az euroövezetben. A kockázatos eszközök árai ennek megfelelően emelkedtek. A devizapiacokon az euro kereskedéssel súlyozott árfolyama kissé leértékelődött.

A 2020. első félévi meredek visszaesést követően az euroövezet reál-GDP-je erősen megugrott, és az előző negyedévhez képest a harmadik negyedévben 12,5%-kal nőtt, bár így is jóval a járvány előtti szintek alatt maradt.

A járvány második hulláma és ezzel kapcsolatban a megfékezésére irányuló intézkedések október közepe óta tapasztalható intenzívebbé válása várhatóan a konjunktúra ismételt jelentős visszaesését eredményezik a negyedik negyedévben, igaz, az idei év második negyedévében megfigyeltnél jóval kisebb mértékben. A gazdasági folyamatok az egyes szektorokban továbbra is egyenetlenek; a szolgáltatási szektor konjunktúráját jobban sújtják a társadalmi érintkezésre és mobilitásra vonatkozó új korlátozások, mint az ipari szektorét. Jóllehet a fiskális politikai intézkedések támogatják a háztartásokat és a cégeket, a fogyasztók továbbra is óvatosak, figyelembe véve a járványt és annak következményeit a foglalkoztatásra és a keresetekre nézve. Ráadásul a gyengébb vállalati mérlegek és a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság nyomásztólag hatnak az üzleti beruházásokra. Előre tekintve, a COVID-19 vakcinák kifejlesztése terén a közelmúltban elért haladás fokozottabb bizakodást tesz lehetővé az egészségügyi válság fokozatos megoldását illetően. Ugyanakkor a széles körű immunitás elérése időbe fog telni, miközben nem zárható ki a fertőzések ismételt megjelenése, kihívásokat jelentve a közegészségügy és a gazdasági kilátások számára. Középtávon az euroövezet gazdaságának fellendülését támogatnia kell a kedvező finanszírozási feltételeknek, az expanzív fiskális irányultságnak és a kereslet helyreállításának, amint a járvány megfékezésére irányuló intézkedéseket megszüntetik, és a bizonytalanság csökken.

Ez az értékelés lényegében tükröződik az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2020. decemberi makrogazdasági prognózisai alappályájában. Ezek az előrejelzések 2020-ra -7,3%-os, 2021-re 3,9%-os, 2022-re 4,2%-os, míg 2023-ra 2,1%-os reál-GDP-növekedést vetítenek előre. Az EKB szakértőinek 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseihez képest a rövid

távú konjunkturális kilátások lefelé módosultak, de középtávon várhatóan nagyjából visszaállnak a szeptemberi alappályában előrejelzett szintre. Összességében az euróövezet növekedési kilátásaival kapcsolatos kockázatok továbbra is lefelé irányulóak maradnak, de kevésbé hangsúlyosak. Miközben a vakcinagyártásra vonatkozó hírek biztatóak, továbbra is vannak lefelé irányuló kockázatok a járvány gazdasági és pénzügyi feltételekkel kapcsolatos következményeit illetően.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euróövezet éves inflációja novemberben változatlanul -0,3% volt. Az olajár-dinamika alapján, valamint figyelembe véve a német áfakulcs átmeneti csökkentését, a fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2021 elejéig valószínűleg negatív marad. Azt követően várhatóan emelkedni fog a németországi ideiglenes áfacsökkentés megszűnése, valamint az energiaárak inflációjának felfelé irányuló bázishatásai miatt. Ugyanakkor a mögöttes árnyomások várhatóan mérsékeltek maradnak, különösen a turizmusban és az utazáshoz kötődő szektorokban tapasztalt gyenge kereslet, továbbá az alacsony bérnyomások és az euro súlyozott árfolyamának historikusan magas szintje miatt. A járvány hatásának gyengülésével a keresletnek az alkalmazkodó fiskális és monetáris politikák által támogatott fellendülése középtávon felfelé irányuló nyomást fog gyakorolni az inflációra. A hosszabb távú inflációs várakozások piaci alapú és felmérés alapú mutatói alacsony szinteken maradnak.

Ez az értékelés nagyjából tükröződik az eurorendszer szakértőinek az euróövezetre vonatkozó 2020. decemberi makrogazdasági prognózisai alappályájában, amely 2020-ra 0,2%-os, 2021-re 1,0%-os, 2022-re 1,1%-os, míg 2023-ra 1,4%-os éves inflációval számol. Az EKB szakértőinek 2020. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest az inflációs kilátások 2020-ra és 2022-re vonatkozóan lefelé módosultak. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó éves HICP-infláció várhatóan 0,7% lesz 2020-ban, 0,8% 2021-ben és 1,0% 2022-ben, majd 2023-ban 1,2%-ra emelkedik.

A koronavírus járvány továbbra is befolyásolja a monetáris dinamikát az euróövezetben. 2020 októberében a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség (M3) növekedése lényegében változatlanul 10,5% maradt. Az erőteljes pénzmennyiség-növekedést támogatták az eurorendszer folytatódó eszközvásárlásai, amelyek a pénzteremtés legnagyobb forrásává váltak. A likviditás iránti továbbra is fokozott preferenciával és a pénz leglikvidebb formáinak tartása alacsony alternatívaköltségével összefüggésben továbbra is leginkább az M1 szűkebb értelemben vett monetáris aggregátum járul hozzá a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség-növekedéshez. A magánszektornak történő hitelezés növekedése stagnált, miközben még mindig magasabb növekedési rátákat regisztráltak, mint a COVID-19 járvány előtt. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a szeptemberi 7,1%-ról 6,8%-ra esett vissza októberben. Ez a lassulás mérséklődő sürgősségi likviditási szükségletekkel, gyenge beruházásokkal és a cégeknek nyújtott hitelek szigorúbb feltételeivel volt összefüggésben. A háztartások nyújtott hitelek éves növekedési üteme a szeptemberihez képest változatlan maradt, így októberben is 3,1% volt. A nemzeti kormányok és európai intézmények által elfogadott intézkedésekkel együtt a Kormányzótanács szakpolitikai intézkedései továbbra is nélkülözhetetlenek a banki

hitelezési feltételek és a finanszírozáshoz való hozzáférés támogatásában, különösen a világvárvány következményei által leginkább érintettek számára.

A tekintélyes fiskális támogatás mérsékelte a koronavírus járvány reálgazdaságra gyakorolt jelentős negatív hatását. Ezen támogatás fiskális költsége minden euroövezeti országban igen jelentős volt, ugyanakkor országonként jelentősen eltértek. Az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzései alapján, 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 8,0%-ára emelkedik. Ezt követően a deficitráta 2021-ben várhatóan a GDP 6,1%-ára, 2022-ben a 3,9%-ra, majd 2023-ban a 3,0%-ra csökken. A javulást várhatóan a járvány megfékezésére irányuló sürgősségi intézkedések kivezetése eredményezi, miközben a ciklikus komponens jelentősen csak 2022-től kezdődően fog javulni. Az ambiciózus és összehangolt fiskális politikai irányultság továbbra is kritikus fontossággal bír, tekintettel az euroövezet gazdaságának gyors zsugorodására, jóllehet a fiskális intézkedéseknek célzottak és ideiglenesnek kell lenniük. Ugyanakkor a cégek és háztartások részéről megnyilvánuló gyenge kereslet, valamint a késleltetett fellendülés megnövekedett kockázata tekintettel a járvány második hulláma miatti újabb lezárásokra, a nemzeti fiskális politikáktól érkező támogatás folytatását indokolják. A nemzeti szinten végrehajtott fiskális intézkedéseket kiegészítő Next Generation EU alap hozzá fog járulni egy gyorsabb, erősebb és egyenletesebb fellendüléshez, továbbá fokozni fogja az uniós tagállamok gazdasági ellenálló képességét és növekedési potenciálját, különösen, ha a pénzeszközöket produktív állami kiadásokra fordítják, és azokat termelékenységjavító strukturális politikák kísérik.

Monetáris politikai döntések

Tekintettel a járvány feltámadásából fakadó gazdasági következményekre és az infláció ebből eredő elhúzódó gyengeségére, 2020. december 10-én a Kormányzótanács újraszabályozta monetáris politikai eszköztárát, hogy megőrizze a kedvező finanszírozási feltételeket a járvány időszakában, végső soron támogatva a gazdasági tevékenységet és az infláció erőteljes középtávú konvergálását a 2% alatti, de ahhoz közeli szintekhez.

1. 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.
2. A Kormányzótanács úgy határozott, hogy 500 milliárd euróval összesen 1,850 milliárd euróra növeli a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) keretösszegét. A Kormányzótanács meghosszabbította a PEPP szerinti nettó eszközvásárlások horizontját is legalább 2022 márciusának végéig. Mindenesetre az eurorendszer addig folytatja a nettó vásárlásokat, amíg a Kormányzótanács úgy nem ítéli meg, hogy a koronavírus-válság időszaka

véget ért. Az eurorendszer vásárlásokat fog végrehajtani a PEPP alapján, hogy megőrizze a kedvező finanszírozási feltételeket e hosszabb időszak alatt. Rugalmasan fog vásárolni a piaci feltételek szerint, azzal a céllal, hogy megakadályozza a finanszírozási feltételek szigorítását, amely összeegyeztethetetlen a járvány prognosztizált inflációs pályára gyakorolt lefelé irányuló hatásának való ellenállással. Ezenkívül a vásárlások időbeli, eszközosztályokra kiterjedő és országok közötti rugalmassága továbbra is támogatni fogja a monetáris politika zökkenőmentes transzmisszióját. Amennyiben a kedvező finanszírozási feltételeket olyan eszközvásárlási folyamatokkal lehet fenntartani, amelyek nem merítik ki a keretet a PEPP nettó vásárlási horizontján, a keretösszeg teljes mértékű felhasználása szükséges. Hasonlóképpen, a keretösszeg szükség esetén újraszabályozható a kedvező finanszírozási feltételek fenntartása érdekében, hogy segítse elhárítani a járvány által az inflációs pályára gyakorolt negatív sokkot. A PEPP szerinti vásárlások hosszabb időre való kiterjesztése a járványnak a gazdaságra és az inflációra gyakorolt elhúzódó káros hatását tükrözi. Folyamatos piaci jelenlétet tesz lehetővé, valamint a Kormányzótanács monetáris ösztönzése által nyújtott tartósabb támogatást. A kedvező finanszírozási feltételek megőrzése a járványidőszakban segíteni fog a bizonytalanság csökkentésében és a bizalom támogatásában, ösztönözve ezzel a fogyasztási kiadásokat és az üzleti beruházásokat, és végső soron megerősítve a gazdasági fellendülést, valamint segítve a járvány előrejelzett inflációs pályára gyakorolt lefelé irányuló hatásának ellensúlyozását. Végül a Kormányzótanács úgy határozott, hogy legalább 2023 végéig meghosszabbítja a PEPP alapján vásárolt értékpapírokból származó lejáró tőketörlesztések újrabefektetését. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést.

3. A Kormányzótanács a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozata (CHLRM-III) feltételeinek további újraszabályozása mellett döntött. Nevezetesen úgy határozott, hogy tizenkét hónappal, 2022 júniusáig meghosszabbítja azt az időszakot, amelynek során jóval kedvezőbb feltételek érvényesek. Ezenkívül a Kormányzótanács három további műveletet fog lefolytatni 2021 júniusa és decembere között. Ráadásul a Kormányzótanács úgy határozott, hogy elfogadható hitelállományuk 50%-áról 55%-ra emeli a szerződő felek által a CHLRM-III műveletekben kölcsönvehető teljes összeget. Annak érdekében, hogy ösztönözzék a bankokat a banki hitelezés jelenlegi szintjének fenntartására, az újraszabályozott CHLRM-III hitelfelvételi feltételeket csak azon bankok számára teszik elérhetővé, amelyek teljesítenek egy új hitelezésiteljesítmény-célt. A járvánnyal kapcsolatos CHLRM-III szerinti alacsony kamattal jellemzett időszak meghosszabbítása, a további műveletekkel való bővítés és a potenciálisan felvehető hitelösszeg növekedése meg fogja őrizni az igen vonzó finanszírozási feltételeket a bankok számára. Ez segíteni fog annak biztosításában, hogy továbbra is kedvező hitelfeltételeket tudjanak kínálni, és bőséges likviditásuk legyen a háztartásoknak és cégeknek történő hitelnyújtáshoz.

4. A Kormányzótanács úgy döntött, hogy 2022 júniusáig meghosszabbítja a Kormányzótanács által 2020. április 7-én és 22-én elfogadott fedezetkönnyítő intézkedések időtartamát. Ezen intézkedések meghosszabbítása továbbra is biztosítani fogja, hogy a bankok teljes mértékben ki tudják használni az eurorendszer likviditási műveleteit, leginkább az újraszabályozott CHLRM-eket. A Kormányzótanács 2022 júniusa előtt ismételten értékelni fogja a fedezetkönnyítő intézkedéseket, biztosítva, hogy az eurorendszer partnereinek a CHLRM-III műveletekben való részvételét ne ériék kedvezőtlen hatások.
5. A Kormányzótanács arról is döntött, hogy 2021-ben további négy pandémiás vészhelyzeti hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (PELTRO) kínál, amelyek továbbra is hatékony likviditási védőhálót fognak biztosítani.
6. Az eszközvásárlási program (EVP) alapján történő nettó vásárlások havi 20 milliárd eurós ütemben folytatódnak. 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 rövidebb 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 lejáratú értékpapírokból származó tőketörlesztést egy hosszabb időszakon keresztül azt követően, hogy elkezdje emelni az EKB irányadó kamatlábait, de mindenesetre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.
7. Az eurorendszer központi bankok rendelkezésére álló repókonstrukciója (EUREP), valamint az euroövezeten kívüli jegybankokkal meglévő minden ideiglenes swap- és repókeret 2022 márciusáig meghosszabbításra kerül.
8. Végül, a Kormányzótanács úgy határozott, hogy a meglévő feltételekkel addig folytatja rendes hitelezési műveleteit teljes allokációjú rögzített kamatú tendereljárásként, amíg szükséges.

A Kormányzótanács által meghozott monetáris politikai intézkedések hozzá fognak járulni a kedvező finanszírozási feltételek megőrzéséhez a járványidőszakban, támogatva a hiteláramlást a gazdaság minden szektorába, erősítve a konjunktúrát és biztosítva a középtávú árstabilitást. Ugyanakkor erős marad a bizonytalanság a járvány dinamikáját és a vakcina forgalomba kerülésének időzítését illetően is. A Kormányzótanács továbbra is figyelemmel fogja kísérni az árfolyam alakulását, tekintettel annak a középtávú inflációs kilátásokra ható következményeire. Ennek érdekében 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

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. december 9.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-20-008-HU-N