



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

# Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2021/2



# Gazdasági és monetáris folyamatok

## Áttekintés

**Miközben az általános gazdasági helyzet 2021-ben várhatóan javulni fog, a rövid távú gazdasági kilátásokat továbbra is bizonytalanság övezi, amely különösen a koronavírus-járvány (COVID-19) dinamikájával és az oltási kampányok sebességével van összefüggésben.** A globális kereslet fellendülése és további fiskális intézkedések támogatják a globális és az euroövezeti konjunktúrát. Ugyanakkor a tartósan magas fertőzési ráták, a vírus mutánsainak terjedése és ezzel összefüggésben a járvány megfékezésére irányuló intézkedések meghosszabbítása és szigorítása rövid távon nyomástólag hatnak az euroövezet gazdasági tevékenységére. Előre tekintve, a folyamatban levő oltási kampányok – együtt a járvány megfékezésére irányuló intézkedések előirányzott fokozatos enyhítésével – alátámasztják a konjunktúra 2021. évi határozott fellendüléséről szóló várakozást. Az utóbbi hónapokban az infláció elsősorban néhány átmeneti tényező és az energiaárak inflációjának növekedése következtében élénkült. Ugyanakkor a munkaerő- és termékpiacon gyenge keresletével és jelentős pangásával összefüggésben a mögöttes árnnyomások mérsékeltek maradnak. Miközben a legfrissebb szakértői prognózis a mögöttes inflációs nyomások fokozatos emelkedését jelzi előre, megerősíti, hogy a középtávú inflációs kilátások lényegében változatlanok a 2020. decemberi szakértői prognózisokhoz képest, és elmaradnak a Kormányzótanács inflációs céljától.

**Ilyen körülmények között továbbra is elengedhetetlen a kedvező finanszírozási feltételek megőrzése a járványidőszakban.** A Kormányzótanács a finanszírozási feltételeket mutatók holisztikus és sokrétű együttesének elemzésén keresztül értékeli, amely kiterjed a monetáris politika teljes transzmissziós láncára a kockázatmentes kamatlábaktól és szuverén hozamoktól a vállalatikötvény-hozamokig és bankhitelfeltételekig. Az év eleje óta emelkedtek a piaci kamatlábak, ami kockázatot jelent a szélesebb értelemben vett finanszírozási feltételekre nézve. A bankok a kockázatmentes kamatlábakat és az államkötvényhozamokat alapvető fontosságú referenciákként használják a hitelfeltételek meghatározásához. Ha jelentősek és tartósak, továbbá ellenőrizetlenek, akkor e piacikamatláb-emelkedések a finanszírozási feltételek idő előtti szigorítását eredményezhetik a gazdaság minden szektora számára. Ez nemkívánatos olyan időkben, amikor továbbra is szükséges a kedvező finanszírozási feltételek megőrzése a bizonytalanság csökkentése és a bizalom támogatása érdekében, megerősítve ezzel a konjunktúrát és védve a középtávú árstabilitást. Mindezeket tekintetbe véve, továbbá a finanszírozási feltételek és az inflációs kilátások együttes értékelése alapján a Kormányzótanács várakozása szerint a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) szerinti vásárlások a következő negyedévben jelentősen nagyobb ütemben zajlanak majd, mint az év első hónapjaiban.

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

**Az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzéseiben várthoz képest a világgazdaság fellendülése gyorsabb volt a koronavírus-járvány által előidézett recesszióból.** Eközben a pandémia tavaly év végi/idei év eleji rosszabbodásával fokozódtak a növekedést hátráltató tényezők. Az új fertőzések feltámadása arra készítette a kormányokat, hogy ismét szigorú lezárásokat vezessenek be, különösen a fejlett gazdaságokban. Ezen intézkedések globális gazdaságra gyakorolt kedvezőtlen hatása már látható a beérkező adatokban. A pandémia a jövőben is a gazdasági folyamatokat meghatározó kulcstényező marad. Az oltási erőfeszítések fokozatosan felgyorsultak, bár országonként eltérő mértékben. Ugyanakkor az immunizáció szintje még mindig túl alacsony a járvány megfékezésére irányuló intézkedések megszüntetéséhez. Az Egyesült Államokban tavaly elfogadott fiskális ösztönzőcsomag, valamint az EU és az Egyesült Királyság kereskedelmi megállapodása támogatja az euroövezet külső környezetének idej kilátásait. Az előrejelzések szerint (az euroövezetet nem tartalmazó) a globális GDP 2021-ben 6,5%-kal nő, majd az ütem 2022-ben 3,9%-ra, 2023-ban pedig 3,7%-ra lassul. Ez követi a globális GDP 2020-ra becsült 2,4%-os zsugorodását. Az EU és az Egyesült Királyság kereskedelmi megállapodása, valamint a fejlett gazdaságok előre jelzett kilábalása magyarázza az euroövezet külső keresletének felfelé módosítását. Idén várhatóan 8,3%-kal, 2022-ben és 2023-ban pedig 4,4%-kal, illetve 3,2%-kal emelkedik, ami 1,7 százalékpontos felfelé módosításnak felel meg 2021-re és 0,3 százalékpontosnak 2022-re vonatkozóan. A globális növekedés alap-előrejelzéseinek kockázatai felfelé irányulóak, mivel a Biden elnök által tervezett további fiskális ösztönző fontos felfelé irányuló kockázatot jelent. Modellszimulációk arra utalnak, hogy ez 2–3%-kal fogja emelni a reál-GDP szintjét az Egyesült Államokban, és potenciáljára fölé viszi a gazdaságot, bár az inflációra gyakorolt hatás valószínűleg mérsékelt lesz.

**A Kormányzótanács 2020. decemberi ülése óta – pozitív kockázatérzékelés közepette – a pénzügyi feltételek némileg szigorodtak az euroövezetben.** A (2020. december 10. és 2021. március 10. közötti) vizsgált időszakban az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje felfelé mozdult és meredekebb lett. A határidős görbe nagyon rövid távon jelenleg nem jelez kamatvágási várakozásokat. Az euroövezeti hosszú lejáratú államkötvényfelárak stabilak maradtak, mivel a hozamok emelkedését a kockázatmentes kamatlábak növekedése vezérelte, amit támogatott a monetáris és fiskális ösztönzés által erősített robusztus kockázatérzékelés. A kockázatos eszközök árai ennek megfelelően emelkedtek. A devizapiacokon az euro nomináleffektív árfolyama kissé gyengült.

**A növekedés 2020. harmadik negyedévi erős fellendülését követően az euroövezet reál-GDP-je a negyedik negyedévben 0,7%-kal csökkent.** Az egész évet tekintve a reál-GDP a becslések szerint 2020-ban 6,6%-kal csökkent, és a gazdasági tevékenység szintje a negyedik negyedévben 4,9%-kal a pandémia előtti, 2019. végi szintje alatt volt. A beérkező gazdasági adatok, felmérések és nagy gyakoriságú mutatók a gazdaság 2021. első negyedévi további gyengeségére utalnak a járvány tartóssága és a megfékezésére irányuló intézkedések

következtében. Így a reál-GDP az év első negyedében várhatóan ismét csökken. A gazdasági folyamatok az egyes országokban és szektorokban továbbra is egyenetlenek; a szolgáltatási szektort jobban sújtják a társadalmi érintkezésre és mobilitásra vonatkozó korlátozások, mint az ipari szektort, amelynek fellendülése gyorsabb. Jóllehet a fiskális politikai intézkedések támogatják a háztartásokat és a cégeket, a fogyasztók továbbra is óvatosak, a járvány, valamint annak foglalkoztatásra és a keresetekre gyakorolt hatásának fényében. Ráadásul a gyengébb vállalati mérlegek és a gazdasági kilátásokat övező fokozott bizonytalanság továbbra is nyomasztólag hatnak az üzleti beruházásokra.

**Előre tekintve, a járvány megfékezésére irányuló intézkedések fokozatos enyhítésével együtt a folyamatban levő oltási kampányok – amelyek meggátolják a pandémiával kapcsolatos további káros folyamatokat – alátámasztják a konjunktúra 2021. évi határozott fellendüléséről szóló várakozást.** 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 fokozatosan megszüntetik.

**Ez az értékelés lényegében tükröződik az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2021. márciusi makrogazdasági prognózisai alappályájában.** Ezek az előrejelzések 2021-re -4,0%-os, 2022-re 4,1%-os, míg 2023-re 2,1%-os reál-GDP-növekedést vetítenek előre. Az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzéseikhez viszonyítva a konjunkturális kilátások lényegében változatlanok.

**Középtávon az euroövezet növekedési kilátásait övező kockázatok összességében kiegyensúlyozottabbak lettek, bár rövid távon fennmaradnak a lefelé irányuló kockázatok.** Egyrészt biztatóak a globális kereslet jelentős fiskális ösztönzés által támogatott jobb kilátásai és az oltási kampányok terén elért előrelépések. Másrészt a járvány folytatódása, ideértve a vírus mutánsainak terjedését, továbbá a gazdasági és pénzügyi feltételeket érintő következményei továbbra is lefelé irányuló kockázatok forrásait jelentik.

**Az euroövezet éves inflációja a 2020. decemberi -0,3%-ról 2021 januárjában és februárjában meredeken, 0,9%-ra nőtt.** A fogyasztóiár-index alapján mért infláció fellendülése számos olyan egyedi tényezőt tükröz, mint az átmeneti HÉA-kulcs csökkentés vége Németországban, késleltetett kiárusítási időszakok néhány euroövezeti országban, valamint a HICP-súlyok szokásosnál jelentősebb 2021. évi változásainak hatása, továbbá az energiaárak magasabb inflációja. A jelenlegi határidős olajárak alapján a fogyasztóiár-index alapján mért infláció a következő hónapokban valószínűleg emelkedni fog, de az év folyamán némi volatilitás várható, tükrözve az inflációt jelenleg felnyomó tényezők változó dinamikáját. E tényezők a jövő év elején várhatóan fokozatosan kikerülnek az éves inflációs rátákból. A mögöttes árnyomások idén várhatóan emelkednek a jelenlegi kínálati korlátok és a belföldi kereslet helyreállása miatt, bár a nyomások összességében várhatóan mérsékeltek maradnak, tükrözve az alacsony béryomásokat és az euro múltbeli felértékelődését is. A járvány hatásának gyengülésével, az alkalmazkodó fiskális és monetáris politikák által támogatva a jelentős pangás elmúlása középtávon hozzá

fog járulni az infláció fokozatos növekedéséhez. A felmérés alapú mutatók és a hosszabb távú inflációs várakozások piaci alapú mutatói mérsékelt szinteken maradnak, bár a piaci alapú mutatók fokozatos emelkedése folytatódott.

**Ez az értékelés lényegében tükröződik az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2021. márciusi előrejelzései alappályájában, amely 2021-re 1,5%-os, 2022-re 1,2%-os, 2023-ra pedig 1,4%-os inflációval számol.** Az eurorendszer szakértőinek 2020. decemberi makrogazdasági előrejelzéseihez képest az inflációs kilátások javarészt átmeneti tényezők és a magasabb energiaár-infláció miatt 2021-re és 2022-re vonatkozóan is felfelé módosultak, miközben 2023-ra vonatkozóan változatlanok maradtak. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan 1,0% lesz 2021-ben és 1,1% 2022-ben, majd 1,3%-ra emelkedik 2023-ban.

**A monetáris dinamika továbbra is tükrözte a koronavírus-járvány hatását az euroövezetben.** A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség (M3) a 2020. novemberi 11,0% és decemberi 12,4% után 2021. januárjában 12,5%-ot ért el. Az erőteljes pénzmennyiség-növekedést továbbra is támogatták az eurorendszer folytatódó eszközvásárlásai, amelyek megmaradnak a pénzteremtés legnagyobb forrásának. 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 nyújtott hitelek alakulását a nem pénzügyi vállalatoknak szóló valamivel gyengébb hitelezés és a háztartások rugalmas hitelezése jellemezte. Folytatódott a nem pénzügyi vállalatokhoz történő havi hiteláramlás nyár vége óta megfigyelt mérséklődése. Ugyanakkor a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a decemberi 7,1% után lényegében változatlanul 7,0% maradt, ami még mindig a hitelezés igen erőteljes első félévi emelkedését tükrözi. A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a decemberi 3,1%-ot követően a januári 3,0%-kal nagyjából stabil maradt, tartósan pozitív havi áramlás közepette. Összességében elmondható, hogy 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 világjárvány által leginkább érintettek számára.

**A koronavírus-járvány alatti – példátlanul erős fiskális reakcióval párosuló – igen meredek gazdasági visszaesés eredményeként az euroövezet államháztartásának költségvetési hiánya a becslések szerint a 2019. évi 0,6%-ról 2020-ban a GDP 7,2%-ára nőtt.** Az EKB szakértőinek 2021. márciusi makrogazdasági előrejelzései szerint 2021-ben a deficitráta a GDP 6,1%-ára, az előrejelzési időszak végén, 2023-ban pedig 2,4%-ára csökken. Jóllehet ez a pálya az euroövezet államháztartásának adósságát a GDP 95%-ára, vagyis a válság előtthöz képest mintegy 11 százalékponttal növeli 2023-ban, meg kell jegyezni, hogy a fiskális pozícióra gyakorolt káros hatás valamivel kisebb lesz a járvány kezdeti szakaszában általában vártnál. Mindazonáltal az ambiciózus és összehangolt fiskális politikai irányultság továbbra is kritikus fontossággal bír. Ennek érdekében



folytatódnia kell a nemzeti fiskális politikáktól érkező támogatásnak, tekintettel a cégeknek és háztartásoknak a folytatódó járvánnyal és a megfékezésére irányuló intézkedésekkel kapcsolatos gyenge keresletére. Kiegészítésként a Next Generation EU csomag kulcsszerepet fog játszani egy gyorsabb, erősebb és egyenletesebb fellendüléshez való hozzájárulással. Növelni fogja a gazdasági ellenálló képességet és az uniós tagállamok növekedési potenciálját, különösen, ha a pénzeszközöket produktív állami kiadásokra fordítják, és ezt termelékenységet javító strukturális politikák kísérik.

## Monetáris politikai döntések

2021. március 11-én a Kormányzótanács a következő döntéseket hozta, hogy a járványidőszakban a gazdaság minden szektora számára megőrizze a kedvező finanszírozási feltételeket a gazdasági tevékenység támogatása és a közép-távú árstabilitás megőrzése érdekében.

1. A Kormányzótanács úgy döntött, hogy 1850 milliárd EUR teljes keretösszeggel legalább 2022 márciusának végéig, de minden esetre addig, amíg a Kormányzótanács úgy nem ítéli meg, hogy a koronavírusos válságidőszaknak vége, folytatja a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) szerinti nettó eszközvásárlásokat. A finanszírozási feltételek és az inflációs kilátások együttes értékelése alapján a Kormányzótanács azt várja, hogy a PEPP szerinti vásárlások a következő negyedévben jelentősen nagyobb ütemben zajlanak majd, mint az év első hónapjaiban. A Kormányzótanács 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. Továbbá a Kormányzótanács legalább 2023 végéig folytatja a PEPP alapján vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztések újbóli befektetését. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést.
2. 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 röviddel az előtt érnek véget, hogy a Kormányzótanács elkezdje emelni az EKB irányadó kamatlábait. Továbbá, a Kormányzótanácsnak

szándéka, 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 mindenesetre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.

3. 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.
4. Végül, refinanszírozási műveletei révén a Kormányzótanács továbbra is bőséges likviditást fog biztosítani. Különösen a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozata (CHLRM-III) marad vonzó finanszírozási forrás a bankok számára, támogatva a banki hitelezést cégek és háztartások részére.

A Kormányzótanács továbbra is figyelemmel fogja kísérni az árfolyam alakulását, tekintettel annak a középtávú inflációs kilátásokra ható következményeire. 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, 2021

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 az EKB Igazgatóságának felügyelete alatt készült. A fordításokat a nemzeti jegybankok készítik el és publikálják.

A Jelentésben szereplő adatgyűjtés lezárásának időpontja: 2021. március 10.

Az egyes szakkifejezések megtalálhatók az [EKB szószeretében](#) (csak angolul).

ISSN 2363-3611 (pdf)  
EU katalógusszám QB-BQ-21-009-HU-N