



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2021/4



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

Az első negyedévi visszaesést követően, a koronavírus (COVID-19) miatti járványhelyzet javulásával és az oltási kampányok jelentős előrehaladtával folyamatban van az euroövezet gazdaságának fokozatos újrainyítása. A legfrissebb adatok a szolgáltatási tevékenység újbóli fellendülését és a feldolgozóipari termelés folyamatos dinamizmusát jelzik. A járvány megfékezésére irányuló további intézkedések megszüntetésével az év második felében a gazdasági élénkülés várhatóan gyorsulni fog. A fogyasztói kiadások fellendülése, az erős globális kereslet, valamint az alkalmazkodó fiskális és monetáris politikák lényeges támogatást fognak nyújtani a kilábaláshoz. Ugyanakkor bizonytalanságok is maradnak, mivel a rövid távú gazdasági kilátások továbbra is a járvány alakulásától, továbbá attól függenek, hogy a gazdaság miként reagál az újrainyítás után. Az utóbbi hónapokban az infláció javarészt bázishatások, átmeneti tényezők és az energiaárak növekedése következtében élénkült. Az év második felében várhatóan tovább emelkedik, mielőtt az átmeneti tényezők fokozatos eltűnésével csökkenni kezd. Az új szakértői prognózisok a mögöttes inflációs nyomások fokozatos emelkedését mutatják a teljes előrejelzési horizonton, bár a nyomások mérsékeltek maradnak a még mindig jelentős gazdasági pangással összefüggésben, amely csak fokozatosan szűnik meg az előrejelzési horizonton. A fogyasztóiár-index alapján mért infláció várhatóan a Kormányzótanács célja alatt marad az előrejelzési időszakban.

A kedvező finanszírozási feltételek megőrzése a járványidőszakban továbbra is elengedhetetlen a bizonytalanság mérséklése és a bizalom támogatása érdekében, erősítve így a gazdasági konjunktúrát és biztosítva a középtávú árstabilitást. A cégek és háztartások számára a finanszírozási feltételek a Kormányzótanács márciusi monetáris politikai ülése óta lényegében stabilak maradtak. Ugyanakkor a piaci kamatlábak tovább nőttek. Miközben részben a gazdasági kilátások javulását tükrözi, a piaci kamatlábak tartós emelkedése az egész gazdaságra vonatkozó, szélesebb értelemben vett finanszírozási feltételek szigorításával járhat. Egy ilyen szigorítás idő előtti lenne, és kockázatot jelentene a folyamatban levő gazdasági kilábalásra és az inflációs kilátásokra nézve. Mindezeket tekintetbe véve, továbbá a finanszírozási feltételek és az inflációs kilátások együttes értékelése alapján a Kormányzótanács az igen alkalmazkodó monetáris politikai irányultsága megerősítése mellett döntött.

Gazdasági és monetáris értékelés a Kormányzótanács 2021. június 10-i ülésének idején

Az eurorendszer szakértőinek 2021. júniusi makrogazdasági előrejelzései szerint a világjárvány fokozódása ellenére a tavalyi év végén/idei év elején folytatódott a globális konjunktúra fellendülése, amikor is világszerte a feltörekvő piacgazdaságok váltak az új fertőzések epicentrumává. Miközben

2020 negyedik negyedévében a konjunktúra a korábbi prognózisokban vártnál kissé erősebbnek bizonyult, a globális gazdaság gyengébb állapotban kezdte a 2021. évet, újonnan feltámadó fertőzések és a járvány megfékezésére irányuló szigorúbb intézkedések közepette. A legújabb felmérések a globális konjunktúra erős lendületére utalnak, bár egyre nyilvánvalóbbá válnak a fejlett és feltörekvő piacgazdaságok, valamint a feldolgozóipar és a szolgáltató szektor közötti eltérés jelei. A Biden-adminisztráció által jóváhagyott jelentős fiskális ösztönzés várhatóan erősíteni fogja a fellendülést az Egyesült Államokban, aminek bizonyos pozitív globális kihatásai is lesznek. Mindezzel összefüggésben a világ gazdaság növekedési kilátásai kissé megváltoztak a korábbi prognózisokhoz képest. Az előrejelzések szerint a(z euroövezet nélküli) globális reál-GDP-növekedés idén még 6,2%-kal nő a 2022. évi 4,2%-os, illetve a 2023. évben várható 3,7%-os lassulást megelőzően. Ugyanakkor az euroövezet külföldi kereslete a korábbi előrejelzésekhez képest felfelé módosult. Az előrejelzések szerint ebben az évben 8,6% -kal, 2022-ben 5,2% -kal, illetve 2023-ban 3,4% -kal fog növekedni. Ez többnyire az euroövezet kulcsfontosságú kereskedelmi partnerei, vagyis az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság részéről megnyilvánuló erősebb keresletet tükrözi. A magasabb nyersanyagárak és az erőteljesebb kereslet közepette az euroövezet versenytársainak exportárai az idei évre vonatkozóan felfelé módosultak. A globális alap-előrejelzések kockázatai főként a világjárvány jövőbeli alakulásával hozhatók összefüggésbe. A globális konjunkturális kilátások egyéb kockázatai lényegében kiegyensúlyozottnak ítélték, miközben a globális infláció kockázatai felfelé irányulóak.

A pénzügyi feltételek a Kormányzótanács legutóbbi ülése óta – pozitív kockázatérzékelés közepette – némileg tovább szigorodtak az euroövezetben.

A vizsgált időszakban (2021. március 11. és június 9. között) az euroövezeti államkötvényhozamok és az egynapos indexswapkamatlábak (OIS-kamatlábak) feletti felárai mérsékelten emelkedtek, többnyire jobb gazdasági kilátások mellett, tekintettel az oltási kampányok előrehaladtára az euroövezetben, valamint a folytatódó szakpolitikai támogatásra. Az egynapos euro indexátlag (EONIA) határidős görbéje közép- és hosszú lejáratokon kis mértékben emelkedett, miközben a görbe rövid vége nagyjából ugyanolyan maradt, ami arra utal, hogy a nagyon közeli jövőben nem várható az irányadó kamatláb változása. A részvényárfolyamok ugyancsak emelkedtek, amit támogatott a továbbra is viszonylag alacsony diszkontráták és a vállalati nyereségek növekedésére vonatkozó várakozások erőteljes helyreállításának kombinációja. A részvényárfolyamokat tükrözve, az euroövezeti vállalatikötvény-szpredek tovább szűkültek, és legutóbb 2020 márciusa előtt megfigyelt szinteken alakulnak. A devizapiacokon az euro nomináleffektív árfolyama kissé erősödött.

Az év első negyedében az euroövezet reál-GDP-je 0,3%-kal tovább csökkent, és 5,1%-kal maradt el a járvány előtti, 2019. negyedik negyedévi szintjétől.

Üzleti és fogyasztói felmérések, valamint nagy gyakoriságú mutatók a konjunktúra ideje második negyedévi jelentős javulására utalnak. A fertőzések számának csökkenésével az üzleti felmérések a szolgáltatási tevékenység erős fellendülését jelzik, ami lehetővé fogja tenni a gyakori személyes érintkezéssel járó tevékenységek fokozatos normalizálódását. A szilárd globális kereslet által

támogatott feldolgozóipari termelés erőteljes marad, bár kínálati oldali szűk keresztmetszetek rövid távon némileg hátráltathatják az ipari tevékenységet. A fogyasztói bizalom mutatói erősödnek, ami a magánfogyasztás elkövetkező időszakbeli erős fellendülésére utal. A gyengébb vállalati mérlegek és a továbbra is bizonytalan gazdasági kilátások ellenére az üzleti beruházások ellenállóképesnek bizonyulnak. Előre tekintve, a növekedés várhatóan 2021 második felében is erőteljesen tovább javul, ahogy az oltási kampányok előrehaladása lehetővé teszi a járvány megfékezésére irányuló intézkedések további enyhítését. Középtávon az euroövezet gazdaságának helyreállítását várhatóan segíti az erősebb globális és belföldi kereslet, valamint a monetáris politika és a fiskális politika által nyújtott folyamatos támogatás.

Ez az értékelés lényegében tükrözi az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2021. júniusi makrogazdasági prognózisai

alappályájában. Ezek az előrejelzések 2021-re 4,6%-os, 2022-re 4,7%-os, míg 2023-ra 2,1%-os reál-GDP-növekedést vetítenek előre. Az EKB szakértőinek 2021. júniusi makrogazdasági előrejelzéseikhez képest a gazdasági tevékenységre vonatkozó kilátások 2021-re és 2022-re vonatkozóan felfelé módosultak, míg 2023-ra változatlanok maradnak.

Összességében az euroövezet növekedésének kilátásait övező kockázatok nagyjából kiegyensúlyozottak.

Egyrészt még erőteljesebb fellendülés jövedülhet a globális kereslet fényesebb kilátásaira, valamint a háztartások megtakarításának az előre látottnál gyorsabb csökkenésére alapozva, amint a társadalmi és utazási korlátozások megszűnnek. 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 Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves inflációja a 2021. márciusi 1,3%-ról áprilisban 1,6%-ra, májusban pedig 2,0%-ra nőtt.

Az emelkedés főként az energiaárak inflációjának erőteljes növekedése miatt (ami jelentős felfelé irányuló bázishatásokat, valamint havi növekedéseket tükrözött), továbbá – kisebb mértékben – az energián kívüli ipari árak inflációjának enyhe növekedése miatt következett be. A fogyasztóiár-index alapján mért infláció az ősz felé valószínűleg tovább emelkedik, ami elsősorban a németországi ideiglenes áfacsökkentés visszafordítását tükrözi. Az átmeneti tényezők kikutásával és a globális energiaárak mérséklődésével a jövő év elején az infláció várhatóan ismét csökkenni fog. Átmeneti kínálati korlátok és a belföldi kereslet helyreállása miatt a mögöttes árnemzések várhatóan némileg emelkednek az idei évben. Mindazonáltal az árnemzések általában valószínűleg visszafogottak maradnak, a még mindig jelentős gazdasági pangással összefüggésben részben alacsony bérnemzések, valamint az euro árfolyamának felértékelődését tükrözve. A járvány hatásának gyengülésével, az alkalmazkodó monetáris és fiskális politikák által támogatva a jelentős pangás elmúlása középtávon hozzá fog járulni az alapinfláció fokozatos növekedéséhez. A felmérés alapú mutatók és a hosszabb távú inflációs várakozások piaci alapú mutatói mérsékelt szinteken maradnak, bár a piaci alapú mutatók emelkedése folytatódott.

Ez az értékelés nagyjából tükröződik az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2021. júniusi makrogazdasági prognózisai alappályájában, amely 2021-re 1,9%-os, 2022-re 1,5%-os, míg 2023-ra 1,4%-os éves inflációval számol.

Az EKB szakértőinek 2021. márciusi makrogazdasági előrejelzéseihez képest az inflációs kilátások 2021-re és 2022-re vonatkozóan felfelé módosultak, aminek oka jórészt átmeneti tényezőkben és az energiaárak magasabb inflációjában keresendő. A 2023-ra vonatkozó kilátások változatlanok, mivel az alapinfláció növekedését nagyban ellensúlyozza az energiaárak inflációjának várható csökkenése. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció a 2021-es 1,1%-ról 2022-ben várhatóan 1,3%-ra, 2023-ban pedig 1,4%-ra emelkedik, azaz a 2021. márciusi prognózishoz képest a teljes előrejelzési horizonton felfelé módosult.

A koronavírus-válsággal kapcsolatos masszív monetáris bővülést követően, a normalizálódás néhány kezdeti jelét mutatva 2021 áprilisában a pénzteremtés mérséklődött az euroövezetben.

A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség (M3) növekedése a 2021. februári 12,3, valamint a márciusi 10,0%-ról áprilisban 9,2%-ra csökkent. A márciusi és áprilisi lassulás részben erős negatív bázishatásoknak volt köszönhető, mivel a pandémiás válság kezdeti szakaszában megfigyelt jelentős beáramlások kiestek az éves növekedési statisztikákból. Mindez a rövidebb távú monetáris dinamika mérséklődését is tükrözi, ami főként a háztartások és cégek betéteinek áprilisi gyengébb alakulásából, valamint a járványhelyzet javulásával járó alacsonyabb likviditási igényekből ered. Az eurorendszer folytatódó eszközvásárlásai továbbra is a legnagyobb pénzteremtési forrás. Miközben szintén lassul, az M1 szűkebb értelemben vett monetáris aggregátum járult hozzá leginkább a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség-növekedéshez. Ez az erőteljes hozzájárulás megfelel a likviditás iránti továbbra is fokozott preferenciának a pénztartó szektorban, valamint a pénz leglikvidebb formáinak tartása alacsony alternatívaköltségének.

A magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési üteme a márciusi 3,6%-ról és a februári 4,5%-ról áprilisban 3,2%-ra csökkent.

Ez a csökkenés a nem pénzügyi vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott hitelek ellenkező irányú dinamikája közepette következett be. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme áprilisban 3,2%-ra esett vissza a márciusi 5,3, illetve a februári 7,0%-ról. A visszaesés jelentős negatív bázishatásokat tükröz, valamint a hiteltermelés némi márciusi előrehozatalát áprilishoz viszonyítva. A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a februári 3,0, illetve a márciusi 3,3%-ról 3,8%-ra esett nőtt áprilisban. Összességében a nemzeti kormányok és egyéb 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 világválság által leginkább érintettek számára.

A koronavírus-járvány alatti igen meredek gazdasági visszaesés és az erős fiskális reakció eredményeként az euroövezet államháztartásának költségvetési hiánya erőteljesen, a 2019. évi 0,6%-ról 2020-ban a GDP 7,3%-ára nőtt.

Az idei évben, ahogy a járvány újabb hullámai elérték az euroövezet országait,

sok vészhelyzeti intézkedést meghosszabbítottak, és további helyreállítási támogatást vezettek be. Mindezek eredményeként az eurorendszer szakértőinek 2021. júniusi makrogazdasági előrejelzései csak marginális javulást (a GDP -7,1%-ára) látnak előre az euroövezet államháztartási költségvetési egyenlegében 2021-re. Ugyanakkor, ahogy a pandémia enyhül, és a gazdasági fellendülés erősödik, a deficitráta várhatóan gyorsabban fog csökkenni: 2022-ben 3,4%-ra, az előrejelzési időszak végén, 2023-ban pedig 2,6%-ra. Az euroövezet adóssága 2021-ben éppenhogy a GDP 100%-a alatt éri el a csúcst, majd 2023-ban mintegy 95%-ra csökken, ami körülbelül 11 százalékponttal magasabb a koronavírus-válság előtti értéknél. Mindazonáltal továbbra is döntő fontosságú egy ambiciózus és összehangolt fiskális irányultság megléte, mivel a fiskális támogatás idő előtti visszavonása a fellendülés gyengítésének és a hosszabb távú stigmatizáló hatások felerősítésének kockázatával járna. Így a nemzeti fiskális politikáknak továbbra is lényeges és megfelelően időzített támogatást kell nyújtaniuk a folyamatban levő járványnak és a megfékezésére irányuló intézkedéseknek leginkább kitett cégek és háztartások részére. Ugyanakkor a fiskális intézkedéseknek ideiglenesnek és anticiklikusnak kell maradniuk, eközben biztosítva kellően célzott jellegüket, hogy eredményesen kezeljék a sebezhetőségeket és támogassák az euroövezet gazdaságának gyors fellendülését. A nemzeti fiskális intézkedések kiegészítéseként a Next Generation EU csomag várhatóan kulcsszerepet fog játszani egy gyorsabb, erősebb és egyenletesebb fellendüléshez való hozzájárulással. Ez fokozni fogja az uniós tagállamok gazdasági ellenálló képességét és növekedési potenciálját, különösen, ha a pénzeszközöket produktív állami kiadásokra fordítják, és azokat termelékenységet javító strukturális politikák kísérik. A júniusi makrogazdasági előrejelzések szerint 2021 és 2023 között a Next Generation EU támogatások és hitelek kombinációjának évente a GDP mintegy 0,5%-ának megfelelő további ösztönzést kell biztosítania.

Monetáris politikai döntések

2021. június 10-én a Kormányzótanács az igen alkalmazkodó monetáris politikai irányultsága újbóli megerősítése mellett döntött, hogy megőrizze a kedvező finanszírozási feltételeket a gazdaság minden szektora számára, amire egy tartós gazdasági fellendülés és az árstabilitás védelme érdekében van szükség.

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 alpinfláció dinamikájában.
2. A Kormányzótanács 1850 milliárd EUR teljes keretösszeggel folytatja a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) szerinti nettó eszközvásárlásokat legalább 2022 márciusának végéig, de minden esetre addig, amíg a Kormányzótanács úgy nem ítéli meg, hogy a koronavírusos válságidőszaknak vége. A finanszírozási feltételek és az inflációs kilátások együttes értékelése alapján a Kormányzótanács várakozása szerint a PEPP

alapján történő nettó vásárlások az elkövetkező negyedévben jelentősen nagyobb ütemben folytatódnak 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. Ezenkívül a Kormányzótanács legalább 2023 végéig folytatni fogja a PEPP alapján vásárolt lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztések újrabefektetését. 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 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 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 mindenesetre ameddig szükséges annak érdekében, hogy megmaradjanak a kedvező likviditási feltételek és a nagymértékű monetáris alkalmazkodás.
4. Végül, a Kormányzótanács refinanszírozási műveletei révén tovább folytatja a bőséges likviditás biztosítását. A célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozata (CHLRM-III) révén szerzett finanszírozás döntő szerepet játszik a cégek és háztartások részére nyújtott banki hitelezés támogatásában.

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

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. június 9.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-21-010-HU-N