



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

Gazdasági jelentés

pénzügyi és gazdasági áttekintés

2021/8



Gazdasági és monetáris folyamatok

Áttekintés

Gazdasági tevékenység

A világgazdaság fellendülési pályán marad, bár a tartósan szűk kínálati keresztmetszetek, az emelkedő nyersanyagárak, valamint a koronavírus (COVID-19) omikron variánsának felbukkanása továbbra is nyomasztólag hatnak a rövid távú növekedési kilátásokra. A legfrissebb konjunktúrafelmérések arra utalnak, hogy a növekedési lendület a negyedik negyedév elején gyenge maradt, különösen a feldolgozóiparban a kínálat fent említett szűk keresztmetszetei miatt, miközben a szolgáltatási szektor számára kedvező volt a nagy gazdaságok újraindítása. Korábbi prognózisokhoz képest a világgazdaság növekedési kilátásai 2021-re vonatkozóan lefelé módosultak az EKB szakértőinek 2021. decemberi makrogazdasági előrejelzéseiben, 2022-t illetően változatlanok maradtak, míg 2023-ra vonatkozóan felfelé módosultak. Becslések szerint a(z euroövezet nélküli) globális reál-GDP-növekedés 2021-ben 6,0%-ra emelkedik, majd 2022-ben 4,5%-ra, 2023-ban 3,9%-ra, 2024-ben pedig 3,7%-ra lassul. Az euroövezet külföldi kereslete a prognózisok szerint 2021-ben 8,9%-kal, 2022-ben 4,0%-kal, 2023-ban 4,3%-kal, míg 2024-ben 3,9%-kal bővül. Ugyanakkor a külföldi kereslet mértéke lefelé módosult 2021-re és 2022-re vonatkozóan a korábbi előrejelzésekhez képest. Ez az előrejelzett pálya főként a jelenlegi szűk kínálati keresztmetszetek globális importra gyakorolt káros hatását tükrözi. A szűk kínálati keresztmetszetek várhatóan 2022 második negyedévével kezdnek enyhülni, és 2023-ra szűnnek meg. Az euroövezeti versenytársak exportárai 2021-re és 2022-re vonatkozóan felfelé módosultak a magasabb nyersanyagárak, kínálati szűk keresztmetszetek és fellendülő kereslet közepette. Továbbra is a pandémia jövőbeli alakulása marad a világgazdaságra vonatkozó alap-előrejelzésekre ható legfőbb kockázat. A növekedési kilátások további kockázatai lefelé irányulónak ítéltelhetők, miközben a globális infláció kockázatainak egyenlege bizonytalanabb.

Az euroövezet gazdaságának helyreállása folytatódik. A növekedés mérséklődik, de a konjunktúra várhatóan ismét erősen fellendül az idei év folyamán. A folytatódó gazdaságélénkülést előreláthatólag az erős belföldi kereslet vezérli. A munkaerőpiac javul, több ember jut munkához, és kevesebb vesz részt munkahelymegtartó programokban. Ez támogatja a háztartások emelkedő jövedelmének és fogyasztásának kilátásait. A járvány idején felhalmozott megtakarítások ugyancsak hozzá fognak járulni a fogyasztáshoz. Az elmúlt év utolsó negyedében mérséklődött a gazdasági tevékenység, és ez a lassúbb növekedés valószínűleg az idei év elejére is átnyúlik. Jelenlegi várakozásunk szerint a kibocsátás 2022 első negyedévében haladja meg a járvány előtti szintjét. A járvány mostani hullámának leküzdése érdekében néhány euroövezeti ország ismét szigorúbb korlátozó intézkedéseket vezetett be. Ez késleltetheti a fellendülést,

különösen az utazások, az idegenforgalom, a vendéglátás és a szórakoztatóipar területén. A járvány nyomásztólag hat a fogyasztói és üzleti bizalomra, és az új vírusváltozatok terjedése további bizonytalanságot szül. Ráadásul az emelkedő energiaköltségek visszafogják a fogyasztást. Néhány szektorban berendezés-, anyag- és munkaerőhiány hátráltatja a feldolgozóipari termékek gyártását, késedelmeket okozva az építőiparban és lassítva a fellendülést a szolgáltatási szektor egyes területein. E szűk keresztmetszetek egy ideig még megmaradnak, de 2022 folyamán mérséklődniük kell.

Jóllehet a COVID-19 válság 2021-ben továbbra is súlyosan terhelte az államháztartást, az eurorendszer szakértőinek decemberi makrogazdasági előrejelzései azt mutatják, hogy a költségvetési egyenleg már a javuláshoz vezető úton van. A GDP 7,2%-ának megfelelő csúcs 2020. évi elérését követően a deficitráta a becslések szerint 2021-ben 5,9%-ra esett, és előrejelzések szerint 2022-ben tovább csökken 3,2%-ra, majd kicsivel 2% alatt stabilizálódik az előrejelzési időszak végére 2024-ben. E javulások magasabb ciklikusan kiigazított elsődleges egyenlegek és – különösen 2022-től – a gazdasági ciklus jelentősen nagyobb hozzájárulása kombinációjának köszönhetőek. Ami az euroövezet fiskális politikai irányultságát illeti, a 2020-as erőteljes expanziót csak elhanyagolható szigorítás követte 2021-ben a Next Generation EU (NGEU) támogatásokkal való kiigazítás után. Az előrejelzések szerint 2022-ben az irányvonal jelentős, de a korábban prognosztizálthoz képest sokkal enyhébb szigorodása várható, főként a szükséghelyzeti támogatás jelentős részének visszairása miatt. A prognózisok szerint a szigorítás folytatódik az előrejelzési horizont hátralevő részében, de sokkal kisebb mértékben, mivel a gazdaságnak nyújtott jelentős támogatás az elkövetkező években is megmarad. A monetáris politikát továbbra is célzott és növekedésbarát költségvetési intézkedésekkel kell kiegészíteni. E támogatás abban is segíteni fogja a gazdaságot, hogy alkalmazkodjon a folyamatban levő szerkezeti változásokhoz. Az NGEU program eredményes végrehajtása és az „Irány az 55%!” intézkedéscsomag hozzá fog járulni az euroövezeti országok erősebb, zöldebb és egyenletesebb felépüléséhez.

2022 folyamán a növekedés erőteljes fellendülése várható. Az eurorendszer szakértőinek decemberi makrogazdasági előrejelzései 2021-re 5,1%-os, 2022-re 4,2%-os, 2023-ra 2,9%-os, 2024-re pedig 1,6%-os éves reál-GDP-növekedést vetítenek előre. A szakértők szeptemberi előrejelzéseihez képest a kilátások 2022-re vonatkozóan lefelé, 2023-ra pedig felfelé módosultak.

Infláció

Az infláció novemberben tovább nőtt, 4,9%-ra. 2022-ben többnyire 2% felett marad. Az infláció rövid távon várhatóan magas marad, de az idei év folyamán csökkenni fog. Az infláció felfutása elsősorban az üzemanyagok, a gáz és a villanyáram árának meredek emelkedését tükrözi. Novemberben az energiahordozók inflációja tette ki a fogyasztóiár-index alapján mért inflációnak több mint a felét. Egyes szektorokban a kereslet továbbra is megelőzi a korlátozott kínálatot. A következmények különösen a tartós cikkek és a közelmúltban újrainyitott

fogyasztói szolgáltatások áraiban láthatóak. A németországi héacsökkentés visszafordításával kapcsolatos bázishatások még mindig hozzájárulnak a magasabb inflációhoz, de csak 2021 végéig. Bizonytalan, hogy e problémák megoldódása mennyi időt fog igényelni. Ugyanakkor 2022 folyamán az energiaárak várhatóan stabilizálódnak, a fogyasztási minták normalizálódnak, és a globális kínálati szűk keresztmetszetekből eredő árnyomások lecsökkennek. Idővel a gazdaság teljes kapacitáshoz való fokozatos visszatérésének és a munkaerőpiac további javulásának támogatnia kell a gyorsabb bérnövekedést. A hosszabb távú inflációs várakozások piaci és felmérés alapú mutatói az októberi monetáris politikai ülés óta lényegében stabilak maradtak. Ugyanakkor az utóbbi hónapokban mindent egybevetve közelebb kerültek a 2%-hoz. E tényezők hozzá fognak járulni, hogy az alapinfláció felfelé mozduljon, és a fogyasztóiár-index alapján mért inflációt középtávon felhozza az EKB 2%-os céljára.

Az eurorendszer szakértőinek 2021. decemberi makrogazdasági előrejelzései 2021-re 2,6%-os, 2022-re 3,2%-os, 2023-ra 1,8%-os és 2024-re is 1,8%-os éves inflációt mutatnak, jelentősen meghaladva az előző, szeptemberi prognózisokat. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó infláció az előrejelzések szerint 2021-ben átlagosan 1,4%, 2022-ben 1,9%, 2023-ban 1,7% és 2024-ben 1,8% lesz, ami szintén magasabb, mint a szeptemberi előrejelzésben szereplő érték.

Kockázatértékelés

A Kormányzótanács a gazdasági kilátások kockázatait lényegében kiegyensúlyozottnak látja. A gazdasági tevékenység meghaladhatja a EKB várakozásait, ha a fogyasztók bizakodóbbá válnak, és a vártnál kevesebbet takarítanak meg. Ezzel szemben a járvány közelmúltbeli rosszabbodása, ideértve új variánsok terjedését, a növekedés tartósabb kerékkötője lehet. Az energiaárak jövőbeli pályája, valamint a szűk keresztmetszetek megszüntetésének üteme a fellendülést és az inflációs kilátásokat fenyegető kockázatok. Amennyiben az árnyomások a vártnál magasabb béremelésekbe gyűrűznek be, vagy a gazdaság gyorsabban tér vissza a teljes kapacitáshoz, az infláció magasabbnak bizonyulhat.

Gazdasági és monetáris feltételek

A piaci kamatlábak a Kormányzótanács októberi ülése óta lényegében stabilak maradtak. A vizsgált időszakban (2021. szeptember 9. és december 15. között) az euroövezet pénzügyi piacait többnyire az inflációs kilátások elmozdulásai, valamint a COVID-19-cel kapcsolatos további gazdasági következményekhez kötődő megújult bizonytalanság befolyásolták. Az új omikron változatról szóló hírek volatilitást idéztek elő, de az erős – különösen a kockázatos eszközökre gyakorolt – kezdeti negatív hatás a vizsgált időszak vége felé részben megfordult.

2021 októberében fokozódott a pénzteremtés az euroövezetben, tükrözve a COVID-19 járvánnyal és a szakpolitikai támogató intézkedésekkel kapcsolatos

bizonytalanságot. Az eurorendszer eszközvásárlásai maradtak a pénzteremtés domináns forrásai. A banki hitelkamatlábak a vállalatok és a háztartások számára történelmi mélypontra maradtak. Mindent egybevetve, a gazdaság finanszírozási feltételei kedvezőek maradnak. A cégeknek történő hitelezés mozgatórugóját részben a készleteikkel és forgótőkékükkel kapcsolatos kiadásukat növelő kínálati szűk keresztmetszetekből eredő rövid távú finanszírozási szükségletek jelentik. Ugyanakkor a vállalatok hiteligénye mérsékelt marad az eredménytartalék és a bőséges készpénzállomány, valamint a magas adósság miatt. A jelzálogok iránti kereslet következtében a háztartásoknak történő hitelezés erőteljes marad. Az eurovezetési bankok tovább erősítették mérlegeiket – köszönhetően a magasabb tőke megfelelési mutatóknak és a kevesebb nemteljesítő hitelnek. A bankok jelenleg ugyanolyan nyereségesek, mint a járvány előtt. A banki finanszírozási feltételek általában kedvezőek maradnak.

Az új monetáris politikai stratégiával összhangban a Kormányzótanács évente kétszer mélyrehatóan értékeli a monetáris politika és a pénzügyi stabilitás közötti kölcsönös kapcsolatot. Egy laza monetáris politika támogatja a növekedést, ami támogatja a vállalatok és a pénzügyi intézmények mérlegeit, továbbá megelőzi a piaci széttagozottság kockázatait. Ugyanakkor a laza monetáris politika ingatlanpiacokra és pénzügyi piacokra gyakorolt hatása szoros figyelemmel követést indokol, mivel számos középtávú sebezhetőség fokozódott. Mindazonáltal a makroprudenciális politika marad az első védvonal a pénzügyi stabilitás megőrzésében és a középtávú sebezhetőségek kezelésében.

Monetáris politikai döntések

Decemberi monetáris politikai ülésén a Kormányzótanács úgy ítélte meg, hogy a gazdasági fellendülés és az EKB középtávú inflációs célja irányában tett előrelépés lehetővé teszi az eszközvásárlásai ütemének lépésről lépésre történő csökkentését az elkövetkező negyedévek során. Ugyanakkor továbbra is szükség van a laza monetáris politikára, hogy az infláció középtávon az EKB 2%-os inflációs célján stabilizálódjon. Tekintettel a jelenlegi bizonytalanságra a Kormányzótanácsnak a monetáris politika irányításában fenn kell tartania a rugalmasságot és a különféle opciók közötti választás lehetőségét. Mindezt figyelembe véve a Kormányzótanács a következő döntéseket hozta.

Először, 2022 első negyedévében a Kormányzótanács az előző negyedévhez képest várhatóan mérsékeltebb ütemben végzi a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program (PEPP) szerinti nettó eszközvásárlásokat. A PEPP szerinti nettó eszközvásárlások 2022 márciusának végén leállnak.

Másodszor, a Kormányzótanács úgy határozott, hogy meghosszabbítja a PEPP újrabefektetési horizontját. A Kormányzótanács legalább 2024 végéig kívánja folytatni a PEPP keretében vásárolt lejárató értékpapírokból származó tőketörlesztések újrabefektetését. Mindenesetre a PEPP-portfólió jövőbeli alakulását úgy fogják irányítani, hogy elkerüljék a helyes monetáris politikai irányultsággal való összeütközést.

Harmadszor, a járvány megmutatta, hogy stresszhelyzetben az eszközvásárlások megtervezésének és lefolytatásának rugalmassága segít(ett) az EKB monetáris politikája meggyengült transzmissziójának ellensúlyozásában, és hatékonyabbá tette a Kormányzótanács céljának elérése érdekében tett erőfeszítéseket. Az EKB megbízatásán belül, stresszhelyzetben, a rugalmasság a monetáris politika része marad minden olyan esetben, amikor a monetáris politikai transzmisszióra irányuló fenyegetések veszélyeztetik az árstabilitás elérését. Különösen, ha a pandémiával összefüggésben kiújul a piaci fragmentáltság, a PEPP szerinti újrabefektetések időzítés, eszközosztály és joghatóságok tekintetében bármikor rugalmasan kiigazíthatóak. Ebbe beletartozhat a Görög Köztársaság által kibocsátott kötvények vásárlása a visszavásárlások megújításán túl és azokat meghaladó mértékben azért, hogy az adott joghatóságban elkerülhető legyen a vásárlás félbeszakadása, ami gyengítheti a monetáris politikának a görög gazdaságba irányuló transzmisszióját, miközben a gazdaság kilábalófélben van a járvány következményeiből. A PEPP szerinti nettó vásárlások is folytatódhatnak, amennyiben azt szükségessé teszi a járvánnyal kapcsolatos negatív sokkok kivédése.

Negyedszer, az eszközvásárlások lépésről történő csökkentésével összhangban, valamint annak biztosítása érdekében, hogy a monetáris politika irányultsága összhangban maradjon az inflációnak az EKB 2%-os középtávú célján való stabilizálódásával, a Kormányzótanács az eszközvásárlási program (EVP) szerinti második negyedévi havi nettó 40 milliárd eurós és harmadik negyedévi 30 milliárd eurós vásárlási ütemről döntött. 2022 októberétől kezdődően az EVP szerinti eszközvásárlásokat havi 20 milliárd eurós szinten tartják, amíg ezt az irányadó kamatlábak lazító hatásának megerősítése kívánja. A Kormányzótanács várakozása szerint a nettó eszközvásárlások röviddel az előtt befejeződnek, hogy elkezd emelni az EKB irányadó kamatait.

Ezenkívül a Kormányzótanács ugyancsak megerősítette az EKB árstabilitási mandátumát támogató egyéb intézkedéseit, nevezetesen az EKB irányadó kamatlábainak szintjét, valamint az irányadó kamatlábak jövőbeli pályájára vonatkozó előzetes iránymutatást. Ez döntő fontosságú a lazaság megfelelő mértékének fenntartásához, hogy az inflációt középtávon az EKB 2%-os célján stabilizálják.

A Kormányzótanács továbbra is nyomon követi a banki finanszírozási feltételeket, és biztosítja, hogy a célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek harmadik sorozata (CHLRM-III) szerinti műveletek futamidejének lejártja ne hátráltassa a monetáris politika akadálytalan transzmisszióját. Emellett rendszeresen értékelné fogja, hogy a célzott hitelműveletek miként járulnak hozzá monetáris politikájának alapállásához. A bejelentésnek megfelelően a Kormányzótanács a CHLRM-III szerint alkalmazandó különleges feltételek idén júniusi befejeződését várja. Emellett megvizsgálja a tartalékkamatozásra vonatkozó kétszintű rendszer megfelelő kalibrálását is azért, hogy a negatív kamatláb-politika a bőséges likviditásfelesleggel jellemezhető környezetben ne korlátozza a bankok közvetítői kapacitását.

A Kormányzótanács készen áll valamennyi eszközének szükség szerinti akár mindkét irányba történő kiigazítására annak biztosítása érdekében, hogy az infláció középtávon az EKB 2%-os célértékénél stabilizálódjon.

© 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. december 15.

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

ISSN 2363-3611 (pdf)
EU katalógusszám QB-BQ-21-012-HU-N