

# A GAZDASÁG ÉS A MONETÁRIS POLITIKA ALAKULÁSA

## ÁTTEKINTÉS

**Tekintettel az EKB árstabilitás fenntartására vonatkozó megbízatására, a Kormánytanács számos monetáris politikai intézkedést hozott a monetáris politika megfelelő mértékű élénkítése érdekében.** Az EKB által 2014 júniusa és szeptembere között tett monetáris politikai kezdeményezéseket követően – amelyek további kamatvágást, a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (TLTRO) bevezetését, a magánszektor egyes kiválasztott eszközeinek vásárlását (az eszközfedezetű értékpapír-vásárlási program (ABSPP) és a harmadik fedezett kötvényvásárlási programot (CBPP3) foglalták magukba – 2015 januárjában a Kormányzótanács úgy döntött, hogy márciustól kiterjeszti eszközvásárlási programját (APP) az euróövezet kormányai, intézetei és az európai intézmények által kibocsátott euróalapú, befektetésre ajánlott értékpapírokra is. Az állami és magánszektor értékpapírajaira vonatkozó havi vásárlások teljes értéke 60 milliárd euróra rúg majd. A tervek szerint a program 2016. szeptember végéig tart, és addig mindenképpen végrehajtásra kerül, amíg a Kormányzótanács nem észleli az inflációs pálya fenntartható alkalmazkodását, ami összhangban van az inflációs ráta középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli értékének elérését kitűző céljával.

**Az eszközvásárlási program már jelentősen könnyítette az általános pénzügyi helyzetet.** 2014 decemberében, és 2015 januárjának jelentős részében a pénzügyi piaci fejleményeket nagy mértékben az APP bejelentésére vonatkozó piaci várakozások vezérelték. Ezzel összefüggésben az euróövezeti kötvényhozamok az összes eszköz, lejárat és kibocsátó tekintetében csökkentek és gyakran új történelmi mélypontra süllyedtek. Mivel az AAA minősítésű hosszú lejáratú euróövezeti államkötvények hozamainak csökkenése egybeesett az ezekkel egyenrangú amerikai kötvények hozamainak emelkedésével, folytatódott az euróövezeti és az amerikai államkötvények hozamainak egymástól való elszakadása. Az alacsonyabb besorolású euróövezeti államkötvények hozamai is csökkentek, de azok volatilisabban alakultak [a Görögország pénzügyi segítséghez való további hozzáférést övező bizonytalanságok között]. A befektetési kategóriába sorolt kötvények különbözetei tovább folytatták zuhanásukat, míg az eszközfedezetű értékpapírok különbözetei nagyjából stabilak maradtak. Az eszközvásárlási program bejelentését követően az euróövezeti kötvényhozamok tovább csökkentek, míg a részvényárak jelentősen megugrottak az euróövezetben. Az elmúlt hónapokban az euró árfolyama jelentősen meggyengült.

**A pénzügyi piacokon tapasztalt kedvező fejlemények alacsonyabb banki forrásköltségeket eredményeztek, ami fokozatosan továbbgyűrűzött a magánszektor külső finanszírozási költségébe.** Az EKB monetáris politikai intézkedései a banki finanszírozási feltételek javulását eredményezték, amellyel összefüggésben a fedezetlen bankkötvények hozamai 2014 negyedik negyedévében történelmi mélypontra zuhantak. A javulás fokozatosan megjelent a lakosságnak és nem pénzügyi vállalatoknak (NPV-k) nyújtott bankhitelek kamatlábaiban, amelyek jelentősen csökkentek 2014 harmadik és negyedik negyedévében. A banki forrásköltségek és a banki hitelkamatlábak 2014 második felében történő csökkenése részben a TLTRO-knak köszönhető, amelyek célja, hogy javítsák a bankok hosszú lejáratú likviditáshoz való hozzáférést és ösztönözzék a hitelnövekedést a reálgazdaságban. A TLTRO-k az euróövezeti lakosságnak és az NPV-knek nyújtott hitelek kamatrésének szűkítéséhez is hozzájárultak. Ennek érdekében, hogy megerősítsük a TLTRO-k hatékonyságát a magánszektor hitelezésének támogatásában, a Kormányzótanács januári ülésén úgy határozott, hogy a hátralevő TLTRO-k kamatlábat az eurórendszer irányadó refinanszírozási műveleteinek kamatlábalal azonos szinten tartja, ezáltal megszüntetve az első két TLTRO-nál alkalmazott, az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlábalához képest 10 bázispontos különbséget alkalmazását. Az EKB monetáris politikai intézkedései minden jel szerint hozzájárultak a hitelfelvételi költségek csökkentésének országhatárokon átnyúló elterjesztéséhez, különösen az NPV-k esetében, bár a hitelezési feltételek továbbra is nagyon eltérőek az egyes országokban. 2014 negyedik negyedévében és 2015 első két hónapjában a nem-banki külső finanszírozás nominális költsége az euróövezeti NPV-k számára tovább csökkent a piaci adósság és saját tőke költségének folytatódó mérséklődének köszönhetően.



**A legfrissebb adatok is a pénzmennyiség-növekedési és hitelkiáramlási dinamika megszilárdulását jelzik.** Az M3 monetáris aggregátum éves növekedését továbbra is annak legmagasabb likviditású összetevői támogatják, miközben a szűkebb értelemben vett monetáris aggregátum (M1) erőteljesen nő. A magánszektorban nyújtott banki hitelezés folytatta fellendülését, ezzel megerősítve, hogy 2014 elején valóban fordulat következett be a hitelezési dinamikában. Különösen az NPV-knek nyújtott hitelek csökkenése enyhült az utóbbi hónapokban, miközben a lakossági hitelezés növekedése pozitív szinten stabilizálódott. Emellett, a 2015. januári euróövezeti banki hitelezési felmérés megerősítette azt a vélekedést, hogy a hitelkínálati korlátok fokozatosan megszűnnek és a hitelkereslet helyreáll. Összességében, a közelmúltbeli fejlemények azt sugallják, hogy az EKB monetáris politikai intézkedései hozzájárulnak a banki hitelezési feltételek enyhítéséhez, és általában a monetáris politika transzmissziós mechanizmusa megfelelő működésének helyreállításához.

**Az EKB monetáris politikai irányvonalának jelentős további enyhítése támogatja és megerősíti az euróövezet gazdasági tevékenységét érintő kedvezőbb fejlemények kialakulását.** A gazdasági fellendülés fokozatosan szilárdult meg 2014 második felében. A harmadik negyedévben reál-GDP az előző negyedévhez képest 0,2%-kal, és – az Eurostat előzetes becslése szerint – a negyedik negyedévben 0,3%-kal nőtt, ami kicsivel felülmúlta az eurórendszer elemzőinek 2014. decemberi prognózisát. A rövid távú mutatók és a felmérés eredményei a gazdasági konjunktúra további javulását vetítik előre 2015 elejére. Minden jel arra mutat, hogy az euróövezet tevékenységére jótékony hatással van az olajárak 2014 júliusától folytatódó jelentős csökkenése. Egy javuló üzleti és fogyasztói hangulattal jellemzett környezet támogatni fogja a monetáris politikai intézkedések hatékony továbbítását a reál-gazdaság felé, ezáltal elősegítve a gazdasági növekedési kilátások további javulását és a kihasználatlan gazdasági kapacitások csökkenését.

**A gazdasági fellendülés a várakozások szerint fokozatosan fog erősödni és kibővílni.** A tevékenység bővülése az üzleti és a fogyasztói bizalom új keletű javulásától, az olajárak meredek zuhanásától, az euró effektív árfolyamának gyengülésétől és az alacsonyabb kamatlábaktól várható. Az ösztönző monetáris politikai irányvonal – amit jelentősen megerősít az APP – várhatóan támogatni fogja a reál-GDP növekedését rövid távon és később is. Továbbá, a strukturális reformok és a költségvetési konszolidáció terén elért előrelépés előnyeinek fokozatosan a reál-gazdaságban is meg kell mutatkozniuk. Emellett az exportnak minden bizonnyal előnyére válik az árak versenyképessége és a globális fellendülés.

**Ugyanakkor, továbbra is több tényező gátolja az aktivitás erőteljesebb gyorsulását.** Idetartoznak elsősorban a különböző szektorokban végrehajtott folyamatos mérlegkorrekciók és a strukturális reformok megvalósításának meglehetősen lassú üteme. Emellett az európai szuverén adósságválsághoz és a geopolitika tényezőkhöz kötődő – ugyan csökkenő, de folyamatos – bizonytalanság visszafogja az euróövezet növekedését.

**2015 márciusában az euróövezetre vonatkozó EKB elemzői makrogazdasági előrejelzés, amely magában foglalja az EKB összes monetáris politikai intézkedésének becsült hatásait, 2015-ben 1,5%-os, 2016-ban 1,9%-os és 2017-ben 2,1-os éves reál-GDP növekedéssel számol.** Az eurórendszer 2014. decemberi elemzői makrogazdasági előrejelzéséhez képest, a reál-GDP 2015. és 2016. évi növekedésére vonatkozó prognózisokat felfelé korrigálták, tükrözve az alacsonyabb olajárak, az euró gyengébb effektív árfolyamának és a közelmúltbeli monetáris politikai intézkedések kedvező hatásait. A Kormányzótanács értékelése szerint a konjunkturális kilátásokra vonatkozó kockázatok továbbra is negatívumként jelentkeznek, bár a Kormányzótanács legutóbbi döntéseit és az olajárak csökkenését követően mérséklődtek.

**A jelenlegi információ alapján az elkövetkező hónapokban az infláció várhatóan továbbra is nagyon alacsony vagy negatív marad.** A HICP-infláció elmúlt hónapokban való negatívba fordulása elsősorban az olajáraknak tulajdonítható. Az Eurostat gyorsbecslése szerint 2015 februárjában az éves HICP-infláció -0,3% volt (a januári -0,6%-ról emelkedve). Ugyanakkor, az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció továbbra is nagyjából stabil pályán mozog, februárban 0,6%-on állva.

**Az év későbbi részében az inflációs ráta fokozatos emelkedése várható.** Először, mivel az energiaárak múltbeli csökkenései fokozatosan eltűnnek az éves változási ütemből és feltéve, hogy az előrejelzési időszak során az olajárak a felfelé hajló határidős olajárak görbével összhangban nőni fognak, az energiaárak tényleges HICP-re gyakorolt negatív hatása elhalványul 2015-ben és az energiaárak valószínűleg emelik az alapinflációt 2016-ban és 2017-ben. A teljes infláció várható felgyorsulását alapvetően az energiaárak terén bekövetkező e fordulat vezérli. Emellett, a teljes infláció emelkedésének az erősödő gazdasági fellendülésből kell következnie, amit a legutóbbi monetáris politikai döntések támogatnak. Az erősödő fellendülés várható eredménye, hogy jelentősen szűkül a negatív kibocsátási rés, és ezáltal erőteljesebb lesz a nyereségráta és az egy munkavállalóra jutó jövedelem emelkedése. Az energiát nem tartalmazó nyersanyagárak emelkedése és az euró gyengébb árfolyamának késleltetett hatása is valószínűsíthetően emelik az inflációt.

**Az EKB 2015. márciusi elemzői makrogazdasági előrejelzése 2015-re 0,0%-os, 2016-ra 1,5%-os és 2017-re 1,8%-os éves HICP-inflációval számol az euróövezetben.** Az eurórendszer 2014. decemberi elemzői makrogazdasági előrejelzésével összehasonlítva, a 2015-re prognosztizált inflációs előrejelzést lefelé korrigálták, elsősorban az olajárak esését tükrözve, míg a 2016-ra vonatkozó előrejelzést felfelé igazították ki a monetáris politikai intézkedések várható hatásainak megjelenítése céljából.

**Az EKB 2015. márciusi elemzői makrogazdasági előrejelzése azon a feltételezésen alapul, hogy az EKB monetáris politikai intézkedései teljes mértékben végrehajtásra kerülnek.** A Kormányzótanács továbbra is szorosan figyelemmel kíséri az áralakulás kilátásaira vonatkozó középtávú kockázatokat, különösen a monetáris politikai intézkedések átgyűrűzésére, a geopolitikai fejleményekre, az árfolyam és az energiaárak alakulására koncentrálna.

**A monetáris politika jelenleg a Kormányzótanács által januárban eldöntött intézkedések végrehajtására koncentrál.** Rendszeres gazdasági és monetáris elemzései alapján, valamint az előzetekintő iránymutatással összhangban 2015. március 5-i ülésén a Kormányzótanács az EKB-kamatláb változatlanul hagyása mellett döntött. Emellett további tájékoztatást nyújtott az eszközvásárlási programjának gyakorlati végrehajtása tekintetében. Az állami szektor értékpapírjainak e program keretében történő másodlagos piacon való vásárlása 2015. március 9-én kezdődött meg.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Lásd az euróövezetre vonatkozó 2015. márciusi elemzői makrogazdasági előrejelzést, ami megtalálható az EKB honlapján (<http://www.ecb.europa.eu>).