

# A GAZDASÁG ÉS A MONETÁRIS POLITIKA ALAKULÁSA

## ÁTTEKINTÉS

A közelmúltbeli adatok áttekintése, az új elemzői makrogazdasági előrejelzések és a piacok mostanában tapasztalható ingadozásainak időközi elemzése arra engednek következtetni, hogy a kilátás veszt ugyan lendületéből, de tovább folytatódik, az infláció mértéke pedig a korábbi várakozásokhoz képest lassabban növekszik. A kilátások nagyrészt külső fejlemények hatására változtak meg. Habár a világgazdaság fokozatosan bővül, növekedési pályája továbbra is egyenetlen. Egyfelől a fejlett gazdaságok teljesítményét támogatják az alacsony olajárak, a továbbra is alkalmazkodó finanszírozási feltételek, a fiskális konszolidáció lassabb üteme, valamint a javuló munkaerő-piaci mutatók. Másfelől azonban a feltörekvő piacok gazdaságaiban a fokozott bizonytalanság közepette romlottak a kilátások. Míg egyes országokban a strukturális akadályok és a makrogazdasági egyensúlyhiányok visszafogják a növekedést, máshol alkalmazkodnak az alacsonyabb nyersanyagárakhoz és a szigorúbb külső finanszírozási feltételekhez. Ezzel párhuzamosan az inflációs nyomást mérsékli a nyersanyagárak csökkenése.

**A pénzügyi piacok nemrégiben tapasztalható fokozott volatilitása miatt ismét megjelentek a növekedéssel és az inflációval kapcsolatos kilátásokat érintő lefelé irányuló kockázatok is.** Nyáron két jelentős, nagy feszültséget kiváltó esemény történt. Az első a görögországi június végi, július eleji fejleményekhez kapcsolódott, amelyek összességében viszonylag visszafogott hatást fejtettek ki a pénzügyi piacokra. A másik esemény augusztus második felében játszódott le, és a Kínában tapasztalható jelenségekhez köthető. Ez, az elsőtől eltérően jelentős hatást gyakorolt az értékpapír- és devizapiacokra, valamint a kockázatok megítélésére. Június eleje és szeptember eleje között a hosszú lejáratú euroövezeti államkötvények nominális hozama összességében kis mértékben csökkent. Az euroövezeti részvényárfolyamok nagyot zuhantak, különösképpen a kínai részvénypiac augusztus második felében bekövetkező gyengülésével és az azzal összefüggő növekvő globális bizonytalansággal párhuzamosan. Ebben a fokozott kockázatkörülés és a feltörekvő piacok gyengése által jellemzett környezetben az euro effektív árfolyama mostanában jelentősen felértékelődött.

**Az euroövezet reál-GDP-je 2015 második negyedévében valamivel lassabb ütemben növekedett, mint az első negyedévben.** A második negyedévi növekedés üteme némileg elmaradt a várttól. A növekedés számos országot érintő mérséklődése valószínűleg a vártnál gyengébb belső keresletnek tudható be. A legfrissebb felmérési mutatók arra engednek következtetni, hogy a reál-GDP növekedési üteme 2015 második felében hasonló lesz a második negyedévben tapasztaltnak.

**Előretekintve elmondhatjuk, hogy a fellendülés várhatóan folytatódik, noha a korábban jósltnál valamivel lassabb ütemben.** Ez elsősorban a feltörekvő piacok gazdaságainak lassulásán érhető tetten, amely visszafogja a globális növekedést és ezáltal az euroövezet exportja iránti keresletet is. A várakozások szerint a belső keresletet továbbra is támogatni fogják az EKB monetáris politikai intézkedései és azoknak a pénzügyi helyzetre kifejtett kedvező hatásai, valamint a fiskális konszolidáció és a strukturális reformok terén elért eredmények. Ezenfelül az olajárak csökkenése növeli a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelmét és a vállalatok nyereségességét, ami szintén támogatja az egyéni fogyasztást és a beruházásokat. Ugyanakkor a számos szektorban szükséges mérlegkiigazítás és a szerkezeti reformok végrehajtásának lanya üteme visszafogja a konjunktúra élénkülését.

**Az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2015. szeptemberi makrogazdasági előrejelzéseik szerint az éves reál-GDP-növekedés 2015-ben 1,4%-ot, 2016-ban 1,7%-ot, 2017-ben pedig 1,8%-ot tesz majd ki.** Az eurorendszer elemzőinek 2015. júniusi makrogazdasági előrejelzéséhez képest a reál-GDP növekedésével kapcsolatos kilátásokat lefelé korrigálták, legfőképpen a feltörekvő

1 Lásd az EKB honlapján megjelent, „Az EKB szakértőinek 2015. szeptemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről” című cikket.



piacok gyengébb növekedéséből eredő alacsonyabb külső kereslet miatt. A Kormányzótanács értékelése szerint a konjunkturális kilátásokat érintő kockázatok továbbra is lefelé mutatnak, ami elsősorban a külső környezettel kapcsolatos fokozott bizonytalanságokra vezethető vissza. Kiemelendő, hogy a feltörekvő piacok gazdaságaiban jelenleg tapasztalható fejlemények további kedvezőtlen befolyással lehetnek a globális növekedésre a kereskedelmet és a bizalmat érintő hatásokon keresztül.

**Az idei korábbi felfelé irányuló tendencia után a HICP-infláció mostanában az alacsony pozitív tartományban stabilizálódott.** Az Eurostat gyorsbecslése szerint az éves HICP-infláció augusztusban már harmadik hónapja 0,2%-on maradt. Az alacsony energiaárak tompítják ugyan az inflációt, ám ezt ellensúlyozza az élelmiszerek és a nem energiajellegű iparcikkek inflációja. A legfrissebb mutatók megerősítik a maginfláció fokozatos erősödését. Az élelmiszer- és energiaáraktól megtisztított HICP a becslések szerint az év eleji 0,6%-os mélypontról augusztusra 1,0%-ra kúszott fel.

**Az elérhető információk alapján az éves HICP-infláció rövid távon továbbra is rendkívül csekély marad, tükrözve az alacsony energiaárakat.** 2015 végére azonban – részben az olajár 2014 végi zuhanásával összefüggő bázishatások eredményeként – az általános infláció előreláthatóan emelkedni fog. Az előrejelzések szerint 2016-ban és 2017-ben még tovább növekszik, amit a várt gazdasági fellendülés, az euro korábbi árfolyamgyengüléseinek begyűrűzése, valamint az olajnak a feltehetően – a határidős piacok jelenlegi olajjegyzései alapján – valamivel magasabb ára is erősíteni fog. Az éves infláció növekedése azonban a mostani becslések szerint az eddig vártnál valamivel lassabban valósul meg.

**Az EKB 2015. szeptemberi elemzői makrogazdasági előrejelzése 2015-re 0,1%-os, 2016-ra 1,1%-os és 2017-re 1,7%-os éves HICP-inflációval számol az euroövezetben.** Az eurorendszer 2015. júniusi elemzői makrogazdasági előrejelzéséhez képest a HICP-inflációval kapcsolatos kilátásokat lefelé korrigálták, nagyrészt az alacsonyabb olajárak következtében. Figyelembe véve az olajárak közelmúltbeli alakulását és a legfrissebb árfolyamokat, a szeptemberi elemzői inflációs előrejelzésekhez lefelé irányuló kockázatok kapcsolódnak.

**Az EKB monetáris politikai intézkedései továbbra is hatnak a hitelezési feltételekre, és támogatják a hitelezés és a szélesebb értelemben vett pénzmennyiség növekedésének dinamikáját.** A célzott hosszabb távú refinanszírozási műveletek (TLTRO-k) és a kibővített eszközvásárlási program (APP) hozzájárultak a pénz- és hitelmutatók javulásához. 2015 második negyedévében a bankok forrásköltségei történelmi mélypontra állapodtak meg, a kedvező hitelezési feltételek pedig továbbra is támogatják a hitelállomány növekedésének fokozatos bővülését. Ezenkívül a különböző országok bankjainak hitelkamatlábai közötti eltérések is tovább csökkentek. A nem pénzügyi vállalatok éves külső forrásbevonásainak mértéke a becslések szerint 2015 második negyedévében stabilizálódott. Az államháztartásnak nyújtott hitelek intenzívebb növekedése és a magánszektorban juttatott hitelek folytatódó fokozatos fellendülése támogatja a tágabb értelemben vett pénzmennyiség növekedését. Némi javulástól eltekintve azonban a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek dinamikája továbbra is gyenge marad.

**A Kormányzótanács úgy vélte, elhamarkodott volna megítélni, hogy a közelmúltbeli fejlemények maradandó hatást fejtenek-e ki a fenntartható inflációs pálya középtávú céljának elérésére, és a testület továbbra is szorosan figyelemmel kíséri az ártendenciák kilátásait érintő kockázatokat.** Rendszeres gazdasági és monetáris elemzése alapján, valamint előretételek alapján az iránymutatásával összhangban szeptemberi ülésén a Kormányzótanács úgy határozott, hogy változatlanul hagyja az EKB irányadó kamatlábait. A testület értékelése szerint az eszközvásárlási program továbbra is zökkenőmentesen halad. A Kormányzótanács úgy vélte, elhamarkodott volna megítélni, hogy a közelmúltbeli

fejlemények maradandó hatást fejtenek-e ki az árak várható alakulására és a fenntartható inflációs pálya középtávú céljának elérésére, vagy hogy többségében csupán átmenetinek tekinthetők-e. A jövőben a Kormányzótanács továbbra is szorosan figyelemmel kíséri az áralakulás kilátásaira vonatkozó középtávú kockázatokat, különös tekintettel a monetáris politikai intézkedések átgyűrűzésére, valamint a globális gazdasági és pénzügyi mutatók, a nyersanyagárak és az árfolyamok alakulására.

**A Kormányzótanács hangsúlyozza, hogy amennyiben szükséges, hajlandó beavatkozni minden rendelkezésére álló eszközzel, és külön felhívja a figyelmet arra, hogy az eszközvásárlási program kellőképpen rugalmas, vagyis kiterjedése, összetétele és időtartama módosítható.** Időközben az eurorendszer teljes mértékben megvalósítja a havi 60 milliárd EUR összegű eszközvásárlásokat, amelyek a tervek szerint 2016. szeptember végéig – szükség esetén még tovább – folytatódnak. A program minden esetre addig tart, amíg a Kormányzótanács az inflációs pálya olyan tartós korrekcióját nem látja, amely összhangban van 2% alatti, de ahhoz közeli középtávú inflációs céljának elérésével. A Kormányzótanács ismét kiemelte monetáris politikai döntései határozott megvalósításának szükségességét, valamint azt, hogy a középtávú árstabilitási kilátásokat érintő hatásokkal kapcsolatos valamennyi lényeges információt szorosan figyelemmel kell kísérni.