

# A Fed vezetésének várható alakulása

2017. június 20.

MAGYAR NEMZETI BANK

---

Készítette:

Látta:

Jóváhagyta:

## 1. VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed (Federal Reserve System) héttagú Kormányzótanácsában jelenleg három hely áll üresen. Egyfelől betöltetlen a Fed alelnöki pozíciója, amely cím mindenkori birtokosa egyben a központi banki rendszer bankfelügyeletért felelős vezetője is. A pénzügyi szabályozás csúcsán álló titulust 2010-ben hozta létre a Dodd-Frank törvény, amely szenátusi jóváhagyáshoz kötötte annak odaítélését. Mivel Obama elnök nem rendelkezett a kívánt kongresszusi többséggel, kompromisszumos jelöltet pedig nem állított, a tisztség a létrehozása óta nem került betöltésre; hivatalosan meg nem erősített források szerint ugyanakkor Donald Trump Randal Quarles-t fogja jelölni a Fed alelnökének.

A második szabad székbe – magukat felfedni nem kívánó források szerint – Marvin Goodfriend, a monetáris politika kiváló akadémikusa ülhet. Mindkét fenti jelölt egyetért abban, hogy a monetáris politika döntéshozatali mechanizmusának kvantitatív alapokon kell nyugodnia, háttérbe szorítva a diszkrecionális lépéseket. Goodfriendben sokan már Janet Yellen utódját látják annak ellenére, hogy Yellen többször megerősítette, hogy ki kívánja tölteni 2018 februárjáig tartó hivatali idejét, Donald Trump pedig nem zárkózott el Yellen újrjelölésétől. Nem hivatalos információk szerint az elnök gazdasági tanácsadó testületének elnöke, Gary Cohn feladata lesz az új jegybankelnök kiválasztása, ugyanakkor ő maga is potenciális esélyes a jegybankelnöki pozícióra.

## 2. VÁRHATÓ KORMÁNYZÓTANÁCS TAGOK

### 2.1. Randal Keith Quarles



Randal Quarles 1957-ben született San Franciscóban. A Columbia University majd a Yale Law School falai között szerzett diplomát. Hosszú éveken át a Wall Street egyik ismert ügyvédi irodájában, a Davis Polk & Wardwell LLP-nél dolgozott, ahol pénzügyi intézményekért felelős, helyettes csoportvezetőként és tranzakciós tanácsadóként nyomon követte a pénzügyi szektor legjelentősebb vállalati összeolvadásait.

2001 és 2006 között több fontos pozíciót is betöltött George W. Bush kormányában. 2002-ben került a pénzügyminisztériumhoz, ahol előbb nemzetközi ügyekért felelős vezetőként segítette a minisztert, majd a belföldi finanszírozásért felelős államtitkár lett.

2006-ban elhagyta a minisztériumot és a Carlyle Group LP befektetési és pénzügyi szolgáltatásokra specializálódott munkatársa lett. Innen kilépve hozta létre saját, tehető családok befektetéseinek kezelésére szakosodott cégét, a Cynosure Groupot.<sup>1</sup> Legnagyobb ügyfele - felesége, Hope Eccles révén - az Eccles család.<sup>2</sup>

Quarles a szenátusi jóváhagyás megszerzése esetén olyan monetáris politikát képviselhet majd, amelyhez közelebb áll a Dodd-Frank-féle reformcsomag átdolgozása, mint teljes megsemmisítése, ez utóbbi ugyanis a szakember véleménye szerint egy meglehetősen bonyolult feladat lenne. 2015-ben, a Bloomberg Televízióknak adott interjúban úgy nyilatkozott, hogy bár a törvény rossz, de rövidtávon

<sup>1</sup> <http://cynosureinvestments.com/team/randal-k-quarles>

<sup>2</sup> Az Eccles család elsőként vált multimilliomossá Utah-ban, miután sikerrel használta ki az 1800-as évek vasútfejlesztéseiből adódó üzleti lehetőségeket. Marriner Stoddard Eccles – a család legismertebb tagja – 1934 és 1948 között a Fed elnöke volt.

mégsem lehet tőle megszabadulni. Hozzátette, hogy ő maga is érezte azt a nyomást, amelynek a súlya alatt a Kongresszus elfogadta a joganyagot, amely azonban szerinte számos ponton nem megy kellően messze, míg másutt túl ambiciózus. Nézetei szerint a pénzügyi válságot követően a szektor szabályozásának sokkal agresszívabb átstrukturálására lett volna szükség, néhány olyan rendelkezés mellőzése mellett, amelyek inkább politikai, semmint pénzügyi-szabályozási célokat szolgáltak.<sup>3</sup>

Ugyanebben az interjúban Quarles arról is beszélt, hogy a Fed tevékenységének világos és átlátható szabályokon kell alapulnia, amit a republikánus monetáris politika jövőbeli központi elemének tart. Elmondta, hogy támogat minden olyan törekvést, amely a kiszámíthatóbb monetáris politika irányába mutat. Szerinte a Fed-nek olyan egyszerű szabályokat és képleteket kell alkalmaznia, amelyek az infláció és a ki nem használt gazdasági erőforrások („*economic slack*”) alapján definiálják az irányadó kamatlábat.<sup>4</sup>

Személyét kevésbé tartják ideológia által vezéreltnek, mint más, szóba került jelöltek. A várakozások szerint mindez azt jelenti majd, hogy a Fehér Ház olyan kiválasztottat küldhet az Obama adminisztráció által kialakított szabályozási rendszer átformálására, aki átgondolt megközelítéssel kezd neki a feladatnak. Quarles nyilatkozatai alapján egyelőre nem egyetelmű, hogy jegybankárként monetáris héjaként vagy galambként szavazna az FOMC-ben.

Quarles jelölését a Fed alelnöki székébe ugyanakkor többen kritizálják, mert attól tartanak, hogy személye révén az eddig a felügyelet látóterének határán működő árnyékbankrendszert (a hitelezési és befektetési tevékenységeket végző fedezeti- és magántőke alapokat) a Trump-kormány továbbra is abban a „szürke” zónában tartja majd, ahol semmi nem szab gátat működésüknek<sup>5</sup>.

## 2.2. Marvin Goodfriend



Marvin Goodfriend a Carnegie Mellon University, Tepper School of Business közgazdász professzora és kutatója. Oktatási és kutatási területeihez tartozik a makroökonómiai fluktuációk vizsgálata, a pénz- és tőkepiacok, a nemzetközi finanszírozás és a gazdasági fejlődés kutatása. Carnegie-i éveit megelőzően a Richmond Fednél dolgozott kutatásért felelős igazgatóként. 1993 és 2005 között rendszeresen részt vett a Fed döntéshozó szervének, a Nyíltpiaci Bizottságnak (Federal Open Market Committee - FOMC) washingtoni ülésein, ezt megelőzően, 1982 és 1983 között vendégprofesszorként vett részt az FOMC munkájában. 1984 és 1985 között a Ronald Reagan vezette Fehér Ház elnöki gazdasági tanácsadó testületének szenior munkatársaként dolgozott. Tanított továbbá a University of Chicago-n, a University of Rochester-en, a Stanfordon és a University of Virginia-n is. Vendégkutatóként dolgozott az EKB-nál, a japán jegybanknál, a Fed Kormányzótanácsánál, az IMF-nél és a svájci jegybanknál is. Goodfriend társszerzője a Carnegie Rochester Conference Series on Public Policies nevű tudományos kiadványnak, illetve szerkesztőbizottsági tagként működik közre a Journal of Money, Credit and Banking folyóirat kiadásában, korábban pedig a Journal of Central Banking és a Journal of Monetary Economics közgazdasági folyóiratok megjelentetésében vett részt szerkesztőbizottsági tagként. Goodfriend a

3 <https://www.bloomberg.com/politics/articles/2017-04-17/quarles-said-to-be-trump-pick-for-fed-s-top-regulatory-post>

4 <https://www.wsj.com/articles/ranal-quarles-set-to-be-named-to-bank-supervision-post-at-fed-1492399212>

5 <https://theintercept.com/2017/04/19/donald-trump-expected-to-pick-shadow-banker-for-key-position-at-the-fed/>

Brown Egyetemen szerezte meg közgazdasági Ph.D fokozatát, előtte pedig a Union College-en szerzett alapszakos diplomát matematikából.<sup>6</sup>

Goodfriend az elmúlt években élesen bírálta a Fed eszközvásárlási programjának jelzálog fedezetű értékpapírokra történő kiterjesztését, és gyakorta nyilatkozott elismerően a Taylor-szabályhoz hasonló, szinte kizárólag kvantitatív alapokon nyugvó monetáris politikai döntéshozatali mechanizmusról, amelynek bevezetése jelentősen korlátozná a Fed jegybankárjainak diszkrecionális döntési jogkörét. Az elmúlt kilenc hónap folyamán Goodfriend többször is úgy nyilatkozott, hogy nem tartja elégségesnek a Fed által az elmúlt hónapok során megvalósított kamatemelést az áremelkedés üteméhez képest („*behind the curve*”). Korábbi nyilatkozatai szerint Goodfriend hajlandó lenne akár a negatív kamatok, akár a készpénz és a számlapénz közötti átváltásra vonatkozó lebegő árfolyam bevezetésére is, a defláció leküzdése érdekében. Goodfriend nyilatkozatai és tudományos munkái alapján nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy jegybankárként monetáris héjaként vagy galambként szavazna az FOMC-ben.<sup>7,8</sup>

### 3. A KORMÁNYZÓTANÁCS BIZONYTALAN ÖSSZETÉTELE NEGATÍVAN HATHAT A FED KISZÁMÍTHATÓSÁGÁRA

Az elmúlt években a Federal Reserve nagy hangsúlyt fektetett a monetáris politika hitelességére és az intézményi működés átláthatóságának javítására. Nem túlzás kijelenteni, hogy a „forward guidance” jegybanki kommunikáció a monetáris politika eszköztárának szerves részévé vált.

A Fed a nyilvánossággal történő információmegosztás jegyében évente négy sajtótájékoztatót tart, a várakozások horgonyzása érdekében rendszeresen publikálja az elkövetkező három évre vonatkozó gazdasági előrejelzéseit, illetve bevezette a „dot plot” rendszert, amely az FOMC<sup>9</sup> tanácsstagoknak a jegybank elkövetkező időszaki és hosszabb távú irányadó kamatlábjára (federal funds rate - FFR) vonatkozó várakozásait összesíti az egyes kamatdöntéseket követően.

A hitelesség javítására irányuló intézkedések ellenére az FOMC összetételének változása a monetáris politika kiszámíthatatlanságát eredményezheti.

A Fed Kormányzótanácsának tagjait az amerikai elnök nevezi ki és a Szenátus hagyja jóvá. 2014 júniusa óta ugyanakkor a republikánus többségű Szenátus egyetlen Kormányzótanács tag kinevezését sem hagyta jóvá Obama elnök vezetése alatt. A Fed Kormányzótanácsának három betöltetlen helyén kívül Janet Yellen elnök és Stanley Fisher alelnök mandátuma is lejár 2018 júniusában. A Kormányzótanács összetételének bizonytalansága 2017 őszétől különösen nagy kockázatot jelenthet az amerikai monetáris politika kiszámíthatóságára nézve, ugyanis Janet Yellen Fed elnök júniusi nyilatkozatából<sup>10</sup> arra lehet következtetni, hogy a Fed várhatóan ekkor kezdi meg a 4,5 ezermilliárd dolláros mérlegfőösszegű jegybankmérleg leépítését.<sup>11</sup>

---

6 [https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/Research\\_Centre/Conferences/2015/2015\\_07\\_09\\_frankfurt\\_cv\\_goodfriend.html?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/Research_Centre/Conferences/2015/2015_07_09_frankfurt_cv_goodfriend.html?__blob=publicationFile)

7 <https://ftalphaville.ft.com/2017/06/06/2189744/marvin-goodfriend-the-dovish-counterweight-to-yellen-and-fischer/?mhq5j=e3>

8 <https://ftalphaville.ft.com/2017/06/02/2189711/one-of-trumps-potential-fed-picks-is-a-huge-fan-of-negative-interest-rates/>

9 Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed monetáris politikájáért felelős döntéshozó szerve, a Federal Open Market Committee (FOMC) 12 tagja a Federal Reserve Igazgatótanácsának hét tagja, a New York-i Fed elnöke, emellett pedig a fennmaradó 11 regionális jegybank elnöke közül - évente váltva - négyen rendelkeznek szavazati joggal az FOMC-ben.

10 <https://www.wsj.com/articles/fed-raises-rates-sets-out-plan-to-shrink-asset-holdings-beginning-this-year-1497463322>

11 <https://www.bloomberg.com/view/articles/2017-04-07/who-s-driving-fed-policy-most-voting-seats-are-empty>

#### 4. A SORON KÖVETKEZŐ FED ELNÖK KIVÁLASZTÁSA

Az elnökválasztási kampány során és azt követően Trump elnök többször jelezte, hogy nem feltétlenül kívánja leváltani Janet Yellen jegybankelnököt, és kilátásba helyezte Yellen 2018. február 2-án lejáró mandátumának meghosszabbítását. Az ügyszóhoz közel álló források szerint azonban ennek csekély az esélye, ugyanis a jegybankelnök a Trump által megszüntetni kívánt Dodd-Frank törvény egyik legmeghatározóbb támogatója.

Ugyan Trump nem vetette el, hogy Janet Yellen Fed elnököt újraválassza 2018-ban, az ügyszóhoz közel álló szenior képviselők szerint jelenleg egy új stáb összeállítása zajlik, amelynek feladata a 2018-tól hivatalba lépő új jegybankelnök kiválasztása lesz. A csoportot Gary Cohn volt Wall Street-i befektetési bankár vezeti és egyesek szerint ő maga is Trump elnök potenciális jelöltje lehet a pozíció betöltésére. Fed megfigyelők szerint kicsi a valószínűsége annak, hogy Yellent újraválasztják, ugyanis Trump a kampányának utolsó heteiben egy igen agresszív lejáró videóban támadta a Fed elnökét, ugyanakkor viszont a kamatemelés márciusi folytatására – sokak várakozásával ellentétben – az adminisztráció nem reagált negatívan, ami viszont az elnök Yellennel kapcsolatos elégedettségéről tanúskodhat.<sup>12</sup>

Az amerikai elnök által jelölni kívánt új jegybankelnök nevét a korábbi gyakorlat alapján októberig hozzák nyilvánosságra.<sup>13</sup> A Kormányzótanács összetételének várható alakulása meghatározza az elnök döntésének mozgásterét az új jegybankelnök kiválasztásával kapcsolatban.

A Kormányzótanács jelenlegi és várható tagjai:

- **Janet Yellen** jegybankelnök: Yellen 2014 óta vezeti a Fedet, mandátuma 2018 februárjában jár le. Yellen a laza monetárispolitika támogatójaként<sup>14</sup> (azaz monetáris galambként) ismert.<sup>15</sup>
- **Stanley Fischer** alelnök: Fischer a Fed alelnökeként szintén 2014 óta tagja a Kormányzótanácsnak, mandátuma 2018 júniusában jár le. Fischer monetáris héjaként a magasabb kamatszinteket támogatja.<sup>16</sup>
- **Jerome H. Powell**: Kormányzótanácsi mandátuma 2028 januárjában jár le. Powell korábban a George H.W. Bush adminisztráció pénzügyi intézményekért és államadósságért felelős államtitkáráként dolgozott.<sup>17</sup> Nem dönthető el egyértelműen róla, hogy az alacsony vagy inkább a magasabb kamatszinteket támogatja.
- **Lael Brainard**: 2014. január 16-a óta tagja a Kormányzótanácsnak, mandátuma 2026-ban jár le. 2010 és 2013 között az amerikai pénzügyminisztérium államtitkáráként dolgozott. 2009 előtt Brainard képviselte az Egyesült Államokat a G-20-ak és a G-7-ek pénzügyminisztereinek találkozóin. Brainard 1989-ben a Harvardon szerzett doktori diplomát közgazdaságtanból, Yellenhez hasonlóan a laza kamatpolitikát<sup>18</sup> részesíti előnyben.<sup>19</sup>

---

12 <https://www.wsj.com/articles/beneath-the-uneasy-peace-between-donald-trump-and-janet-yellen-1497346203>

13 <https://www.wsj.com/articles/timiraoss-take-how-potential-fed-nominations-could-complicate-trumps-chair-decision-1496830364>

14 <https://ig.ft.com/sites/profiles/fomc/?mhq5j=e3>

15 <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/yellen.htm>

16 <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/fischer.htm>

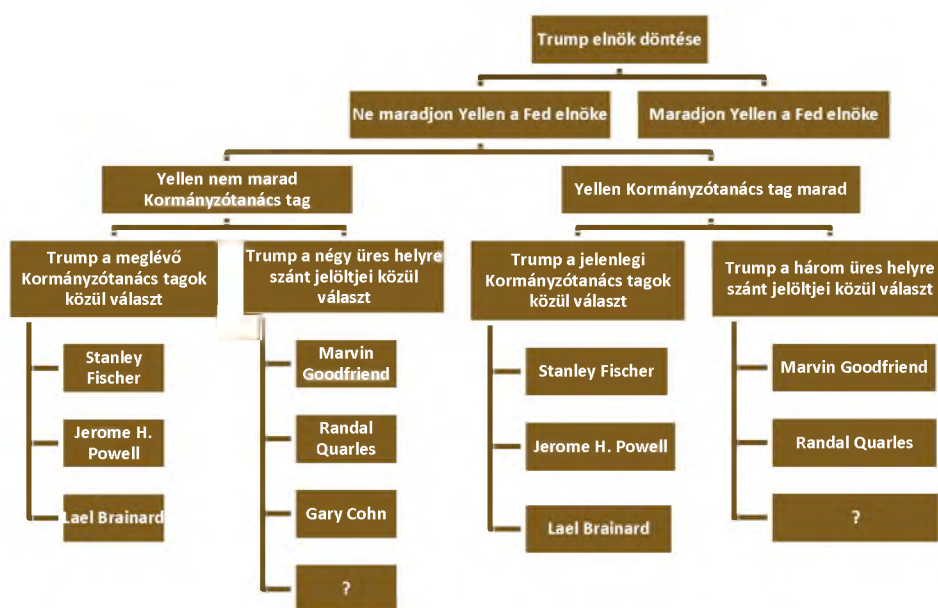
17 <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/powell.htm>

18 <https://ig.ft.com/sites/profiles/fomc/?mhq5j=e3>

19 <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/bios/board/brainard.htm>

- **Randal Quarles:** Végzettségét tekintve jogász, a Yale Egyetemen szerzett jogi diplomát, majd a Wall Streeten helyezkedett el tranzakciós tanácsadóként. Nem egyértelmű, hogy a lazább vagy a szigorúbb monetáris politika támogatója.
- **Marvin Goodfriend:** Elismert közgazdász, akiről nyilatkozatai alapján nem lehet egyértelműen eldönteni, hogy az alacsony vagy inkább a magasabb kamatszinteket támogatja.
- **Gary Cohn:** Cohn 2016 végén csatlakozott a Trump-adminisztrációhoz az elnök gazdasági tanácsadó stábjának, a National Economic Council-nak a vezetőjeként.<sup>20</sup> Cohnt többen veszélyesnek tartják a Trump-adminisztrációra nézve, ugyanis korábban a Demokrata Párt regisztrált támogatója volt, illetve több korábbi kollégája is meghatározó szerepet tölt be az új adminisztrációban, akiknek megkérdőjeleződhet az elnök iránti lojalitásuk egy Cohn és Trump között kialakuló konfliktus esetén.

1. ábra: Az új Fed-elnök kiválasztásának várható scenáriói



Ha Trump nem is jelöli 2018-ban újra Janet Yellent a Fed elnöki posztjára, a jegybankelnök dönthet úgy, hogy megtartja 2024-ig szóló kormányzótanácsi tagságát. Ebben az esetben a héttagú Kormányzótanács három üres helyét kell betöltenie az adminisztrációnak, ellenkező esetben négyet. A jelenleg üresen álló három pozíció közül kettőbe a fentiek alapján várhatóan Marvin Goodfriend és Randal Quarles kerül majd. A harmadik jelölt személyéről egyelőre semmilyen információ nem került napvilágra. Két éve ugyanakkor a Kongresszus módosította az amerikai jegybanktörvényt, amely új formájában előírja a Fed számára, hogy a Kormányzótanács legalább egy olyan taggal rendelkezzen, aki 10 milliárd dollárnál alacsonyabb eszközállományú pénzintézetek képviselőjében vesz részt a tanács ülésein. Mivel az új jegybankelnököt az Egyesült Államok elnöke jelöli ki a Kormányzótanács tagjai közül<sup>21</sup> és a Szenátus dönt a jelölt jóváhagyása felől, a két éve elfogadott jegybanktörvény módosítás szűkíti az elnök választási lehetőségeinek körét, ugyanis az említett kritériumnak sem Goodfriend, sem Quarles, sem pedig Cohn nem felel meg.

<sup>20</sup> Cohn mesébe illő karriert futott be. Fiatal korában többször iskolát kellett váltania olvasási és írási nehézségei miatt. Végül az American University-n szerzett diplomát, majd az acéliparban helyezkedett el, ahol ablakkeretek értékesítésével foglalkozott. Cohn megszállottan rajongott a tőzsdéért, egy New York-i látogatása során összeismerkedett egy traderrel a Wall Street-en, aki állást ajánlott neki a Goldman Sachs-nál. Végül 1990-ben vették fel a Goldmanhoz, ahol értékpapír kereskedéssel foglalkozott, majd négy évvel később partnerré léptették elő.

<sup>21</sup> <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-board.htm>