

A japán jegybank eszközvásárlási programjának bemutatása

2016. augusztus 31.

MAGYAR NEMZETI BANK

Készítették:

Látta:

Jóváhagyta:

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

A várakozásokkal ellentétben a Bank of Japan (BOJ) igazgatótanácsa 2016. július 29-i ülésén nem bővítette jelentősen eszközvásárlási programját, ráadásul bejelentette, hogy felülvizsgálja a lassan három éve tartó program hatékonyságát egy úgynevezett „átfogó értékelés” keretein belül. Az igazgatótanács szeptemberi ülésén dől majd el, hogy Haruhiko Kuroda jegybankelnök komoly politikai vereséget kockáztatva és a teljes kormányzati gazdaságpolitikát aláásva feladja-e 2%-os inflációs célját, vagy még merészebb, „helicopter money” jellegű gazdaságösztönző csomagot hirdet meg. Kuroda ugyan 2016 áprilisában adott interjújában elzárkózott a közvetlen monetáris finanszírozástól, a „közvetlen” jelző használatával azonban nyitva hagyta a lehetőséget egyéb alternatív, monetáris finanszírozáson alapuló eszközök alkalmazása előtt.

Az alábbi írás a japán jegybank mennyiségi, minőségi és negatív kamatok alkalmazó lazítási programját mutatja be és következtetéseket von le a BOJ igazgatótanácsának soron következő – szeptember 20-21-i – ülésén esedékes, az átfogó értékelés eredményével kapcsolatos bejelentését illetően.

Tartalomjegyzék

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ	2
Abenomics	3
A BOJ eszközvásárlási programja.....	4
A QQE első lépcsője	4
A QQE második lépcsője	5
QQE negatív kamatokkal	5
A QQE program hatékonyságának megítélése	6
Hogyan tovább?.....	8

Az 1980-as években Japán a gazdasági dinamizmus alaposan tanulmányozott példája volt. Az azóta eltelt évtizedekben ugyanakkor már inkább a gazdaság stagnálása miatt került a figyelem középpontjába: az árcsökkenés és kiegyensúlyozatlan növekedés évei után 2015-ben Japán nominális GDP-je szinte megegyezett a 20 évvel korábbival. Amerika GDP-je ugyanezen időszak alatt 134%-kal nőtt; és még Olaszországé is kétharmadával bővült. Manapság Japán ismét más okból került előtérbe: gazdaságának feltámasztására tesz újabb kísérletet.¹

Két évtizednyi gazdasági stagnálás után az öregedő társadalom mellett nagy kihívást jelent a defláció évei alatt felhalmozódott óriási államadósság is. Szakértők szerint Japán legjobb választása, ha a növekedésre összpontosít ahelyett, hogy a világon a legmagasabb, bruttó nemzeti össztermékének 246 %-ára rúgó államadósságát próbálná kezelni.² A rendkívül alacsony kamatkörnyezetnek köszönhetően ráadásul a nettó kamatkifizetés Japánban a legalacsonyabb a G7 országok között a GDP százalékában kifejezve.³

Japán gazdasága az 1990-es évek közepétől szenved a deflációtól, a fogyasztói árindex évről évre nulla körüli vagy enyhén negatív értéket mutat. Ennek okai sokrétűek, a jelenség többek között a japán eszközár buborék kipukkanása után bekövetkezett mérlegkiigazításra, a feltörekvő országok olcsó termékeinek beáramlására, illetve a japán jen jelentős erősödésére vezethető vissza. **Mára az egyik legnagyobb gondot a gazdasági várakozások és a negatív közhangulat okozza, egyfajta ördögi körként tartva deflációban a gazdaságot.** A japán jegybank mennyiségi és minőségi lazításának (QQE) egyik fő célja a lakossági és piaci szereplők inflációs és gazdasági várakozásainak megváltoztatása.⁴

Amikor Abe Shinzo japán miniszterelnök 2012 decemberében második alkalommal megválasztásra került, céljául tűzte ki a japán gazdaság megreformálását. **Abenomics** névvel illetett gazdaságpolitikája – amelynek elnevezése a kormányfő vezetéknevére és a közgazdaságtanra utal – három elemből („nyílból”) állt; ezek a **monetáris élénkítés**, a **költségvetési „rugalmasság”** és a **strukturális reform**. A monetáris élénkítés a termelőkapacitásokat kívánta mobilizálni, a strukturális reform pedig bővíteni kívánta azokat; mindezt pedig robusztus költségvetési politikával egészítették ki. Az általános vélekedés szerint ugyanakkor egyik nyíl sem volt túlságosan eredményes. Az inflációs ráta májusig negatív értéket mutatott, a japán államadósság változatlanul magas, és az olyan területeken, mint a munkaerő-piaci reform, sem történt megfelelő előrelépés.⁵

A japán gazdaságpolitika céljai ambiciózusak: 3% nominális gazdasági növekedés, 2%-os infláció és az elsődleges költségvetési egyenleg többlete van előirányozva. Az Abenomics ugyan végrehajtotta a monetáris, fiskális és strukturális reformprogramjait, de a várt eredményeket messze nem hozta meg.⁶

¹ <http://www.economist.com/news/leaders/21702751-what-japans-economic-experiment-can-teach-rest-world-overhyped-underappreciated>

² <https://ig.ft.com/sites/numbers/economies/japan>

³ <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21702756-abenomics-may-have-failed-live-up-hype-it-has-not-failed-and>

⁴ https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2015/data/ko150320a1.pdf

⁵ <http://www.economist.com/news/leaders/21702751-what-japans-economic-experiment-can-teach-rest-world-overhyped-underappreciated>

⁶ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp16157.pdf>

Amikor Abe és pártja 2012 decemberében ismét hatalomra került, a miniszterelnök jelezte monetáris politikai lazítási szándékait a japán jen gyengítése érdekében. 2013 áprilisában Haruhiko Kurodát nevezte ki a japán jegybank élére, és ezzel a jegybank hagyományosan megalkuvó attitűdjével is szakított. **Kitűzték a 2%-os inflációs célt**, melyet jelentős mértékű eszközvásárlás kísért. **2013 áprilisa óta a japán jegybank majdnem megduplázta a mérlegfőösszegét és 2016 februárjában bevezette a negatív kamatot.** Ennek ellenére a 2%-os inflációs célkitűzés távolinak tűnik. Túlzó retorikájához és céljaihoz képest az Abenomics összességében nem hozta el a várt eredményeket, amely kudarcként is értékelhető.

Ishihara Nobuteru japán gazdasági miniszter szerint ugyanakkor a japán jegybank monetáris politikája „nem volt hibás”, annak ellenére, hogy nem sikerült elérni a kitűzött 2%-os inflációs célt. Hozzátette ugyanakkor, hogy szükség van egy újabb gazdaságélénkítő csomagra a gazdaság beindítása és „reflálása” érdekében.⁷ Ennek érdekében a japán kormány döntött egy több mint 28 ezermilliárd jenes költségvetési expanzióról, amely az Abenomics eredeti célkitűzéseivel való visszatérést mutatja.⁸

A BOJ eszközvásárlási programja

Haruhiko Kurodát 2013. március 20-án nevezte ki Abe Shinzo, a frissen megválasztott japán miniszterelnök. Kuroda elnökségének kezdetén jelezte, hogy „rengeteg mozgástér áll még a BOJ rendelkezésére a monetáris lazítás folytatásában” és megemlítette, hogy a mennyiségi lazítási programot ki kívánja terjeszteni az államkötvényeknél jóval kockázatosabb instrumentumokra - mint például a vállalati kötvényekre vagy a részvényekre - is.⁹

Mandátumának kezdetén - a közel két évtizede tartó deflációs folyamat megfordítása érdekében - **Kuroda célként a 2%-os infláció két éven belüli (2013-2015) elérését tűzte ki.** Kuroda rendkívül fontosnak tartotta, hogy mennyiségi lazítási programját a japán jegybank teljes igazgatósága támogassa, megerősítve a piac számára a BOJ lazítás iránti elköteleződését a **piaci várakozások lehorgonyzásának** érdekében. Kuroda kinevezése előtt az igazgató tanács 8:1 arányban ellenezte a mennyiségi lazítást. 2013-ban Kurodán kívül két taggal újult meg a BOJ igazgatótanácsa, amely április 4-én 9:0 arányban elfogadta az új jegybankelnök mennyiségi és minőségi lazítási programjának első lépcsőjét (QQE1). A szavazás egyöntetű eredménye megerősítette **Kuroda jegybankon belüli támogatottságát.** A hír hatására a jen jelentősen gyengült, a japán tőzsde öt hónapig tartó rallyba kezdett, az államkötvények hozama pedig rekord alacsony szintre süllyedt.¹⁰

A QQE első lépcsője

A QQE1 során a BOJ elköteleződött a 2%-os inflációs cél mellett, amelynek elérését **a jen monetáris bázisának két éven belüli megduplázásán** keresztül kívánta teljesíteni. A monetáris bázis növelését, illetve a pénzügyi instrumentumok kockázati prémiumának csökkentését államkötvények, tőzsdén kereskedett részvényalapok (ETF-ek), ingatlanalapok (J-REITs) és vállalati kötvények vásárlásával kívánta elérni a japán jegybank. A mennyiségi lazítás első lépcsője során a BOJ mérlege 2012 és 2013 között 64 ezermilliárd jennel (46%-kal) bővült, amelyből 53 ezermilliárd jent japán

⁷ <http://infoviewer.infodesk.com/infodisplay/item/aa996dd2-bed6-447c-899c-d74ce32fb573.html?CU=imf5992&APP=6>

⁸ <https://www.ft.com/content/d4ea5848-5896-11e6-8d05-4eaa66292c32>

⁹ <http://www.marketwatch.com/story/tokyo-nominates-haruhiko-kuroda-as-boj-chief-2013-02-27>

¹⁰ <http://www.reuters.com/article/us-japan-boj-specialreport-idUSBRE93T0IS20130430>

államkötvények tettek ki. **A hosszú lejáratú államkötvény hozamok csökkentése érdekében a BOJ 40 éves lejáratú államkötvényekre is kiterjesztette eszközvásárlási programját, aminek hatására a jegybanki mérlegben tartott állampapírok átlagos lejáratú ideje 3-ról 7 évre emelkedett.** Az igazgatótanács 8:1 arányban szavazta meg a **QQE program folytonosságát**, amely azt jelenti, hogy az eszközvásárlásokat egészen addig folytatja a japán jegybank, amíg el nem éri 2%-os inflációs célját. A QQE hatékonyságának növelése érdekében a **BOJ felfüggesztette a bankjegy elve¹¹ („banknote principle”) nevű önkorlátozó intézkedését.** A grandiózus méretű eszközvásárlás megkönnyítése érdekében a BOJ támogatta a piaci szereplők (aktív ajánlattevők) közötti kommunikáció elmélyítését. 2013. április 4-én a QQE folytonosságának kivételével minden intézkedést egyöntetűen szavazott meg a BOJ döntéshozó szerve.¹²

A QQE második lépcsője

A japán gazdaság ugyan mérsékelt növekedést tudott felmutatni, azonban a fogyasztási adó 2014-es növelése és a nyersolaj árának csökkenése ismét nyomás alá helyezte az árakat, amelynek következtében a BOJ nem tudta teljesíteni inflációra vonatkozó célkitűzését. 2014. október 31-én a japán **jegybank igazgatótanácsának véleménye megosztott volt** a lazítási program kibővítését illetően. A tanács 5:4 arányban fogadta el a QQE volumenének növelését. A döntés értelmében a BOJ az első lépcsőhöz képest 10-20 ezermilliárd jennel nagyobb mértékben növelte eszközvásárlási programját (60-70 ezermilliárd jennel képest 80 ezermilliárd jennel). Az eszközök jelentős többsége továbbra is japán államkötvényekből állt, amelyek **átlagos lejáratú ideje 3-ról 7 és 10 év közé emelkedett.** A jegybank által vásárolt, tőzsdén kereskedett részvényalapok (ETF) és a japán ingatlanalapok (J-REITs) mértéke egyaránt megháromszorozódott.¹³

QQE negatív kamatokkal^{14 15}

2016. január 29-én 5:4 arányban szavazta meg a BOJ igazgatótanácsa a QQE program további bővítését, illetve negatív kamatok bevezetését a 2%-os inflációs cél elérése érdekében. **A BOJ -0,1%-os kamat alkalmazása mellett döntött,** amelyet a jegybanknál elhelyezett kereskedelmi banki tartalékok után kell fizetniük a pénzintézeteknek a BOJ számára. A negatív kamatok keretrendszere három szintből épül fel:

- A kereskedelmi bankok a QQE-ban való részvételük miatt megnövekedett jegybanki tartalékaik után továbbra is 0,1%-os kamatot kapnak a japán jegybanktól.
- 0% kamat érvényes a Kötelező Tartalék Rendszer által előírt kötelező jegybanki tartalékok mértékére, illetve a jegybank által létrehozott Kölcsön Támogatási Programot és a 2011-es földrengés által sújtott régiók pénzintézeteit támogató kezdeményezéseket finanszírozó egyenlegekre.
- -0,1%-os kamat terheli a kereskedelmi bankok fent említett egyenlegeit meghaladó tartalékait.

¹¹ A bankjegy elve a BOJ önkorlátozó intézkedése, amely maximalizálja a jegybank által tartott japán államkötvények mértékét.

¹² https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf

¹³ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141031a.pdf

¹⁴ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2016/k160129a.pdf

¹⁵ <http://www.wsj.com/articles/transcript-of-the-wall-street-journals-interview-with-bojs-haruhiko-kuroda-1460997696>

A japán kereskedelmi bankok 2016 áprilisában összesen 270 ezermilliárd jennyi jegybanki tartalékkal rendelkeztek, amelyből 200 ezermilliárd a +0,1%-os, 40 ezermilliárd a 0%-os keretbe tartozott és csupán a **teljes állomány 11%-a**, azaz 30 ezermilliárd jen **esett a -0,1%-os kategóriába**.

A negatív kamatok eszközének hatékonyságát csökkentheti, ha a pénzüzetek növelik készpénzállományukat jegybanki tartalékaik terhére. A BOJ nyomon követi a kereskedelmi bankok készpénzállományának változását, és amennyiben az szignifikáns növekedést mutat a tartalékolási időszak alatt a negatív kamatok hatására, a BOJ a növekedés mértékével csökkenti a fent említett, +0,1 és 0%-os egyenlegeket.

Az igazgatótanács nem tartotta kizártnak, hogy tovább vágja a kamatot a jövőben az infláció alakulásának függvényében. Az ülésen 8:1 arányban döntöttek a tagok az eszközvásárlási program folytatásáról. A döntés értelmében a BOJ további 80 ezermilliárd jennel kívánja bővíteni mérlegét. A QQE korábbi lépcsőinek megfelelően a 80 ezermilliárd jennyi eszköz túlnyomó többsége japán államkötvény, amelyek átlagos lejáratú ideje 7 és 12 év közé emelkedett. Az eszközök között továbbra is szerepelnek tőzsdén kereskedett részvényalapok és ingatlanalapok, illetve vállalati kötvények.

A QQE program hatékonyságának megítélése

Három évvel a japán jegybank eszközvásárlási programjának elindítása után a Bank of Japan félúton jár kitűzött, 2%-os inflációs céljának elérésében. A fogyasztói árindexből számított, az energiahordozók és feldolgozatlan élelmiszerek árától megtisztított infláció 1% körül alakult 2016 áprilisában. Az inflációs trendet alapvetően a kibocsátási rés és az inflációs várakozások határozzák meg, azonban az adott ország fizetőeszközének árfolyama is befolyásolhatja annak alakulását. Az elmúlt egy évben a **jen szinte minden devizához képest erősödést mutatott**, amely részben az amerikai jegybank kamatemelésének megkésésével, az EKB eszközvásárlási programjának folytatásával, a Brexittel, illetve a kínai gazdaság lassulásával magyarázható. Haruhiko Kuroda áprilisban kifejtett véleménye szerint ugyanakkor a BOJ jó úton halad inflációs célja elérése felé, ugyanis a japán gazdaság teljesítménye elérte potenciálját és a középtávú – három éves – inflációs várakozások is jelentősen emelkedtek.¹⁶

A japán jegybank **legutóbbi, július 29-i igazgatótanácsi ülésén a várakozásokkal ellentétben nem növelte tovább eszközvásárlási programjának volumenét, amely annak jele lehet, hogy a QQE program kezdi elérni a monetáris politika mozgásterének határait**. A döntés értelmében a japán jegybank nem növelte a japán államkötvény vásárlások mértékét, nem csökkentette tovább a jegybanki tartalékokra vonatkozó -0,1%-os kamatot, csupán a tőzsdén kereskedett részvényalapok (ETF-ek) éves vásárlásának mértékét emelte meg 3,3-ról 6 ezermilliárd jenne. A BOJ jelenleg több mint a teljes japán államadósság harmadát tartja államkötvények formájában a mérlegében. A jegybanki mérleg mérlegfőösszege májusban a japán GDP 85%-ára emelkedett. Összehasonlításképp a Svájci Nemzeti Bank, a Federal Reserve eszközei, illetve a Bank of England által alkalmazott Asset Purchase Facility (APF) az országok államadósságainak 4, 13 és 25%-át teszik ki.¹⁷ **Több, jegybankon belüli és attól független közgazdász is jelezte korábban, hogy a BOJ nem**

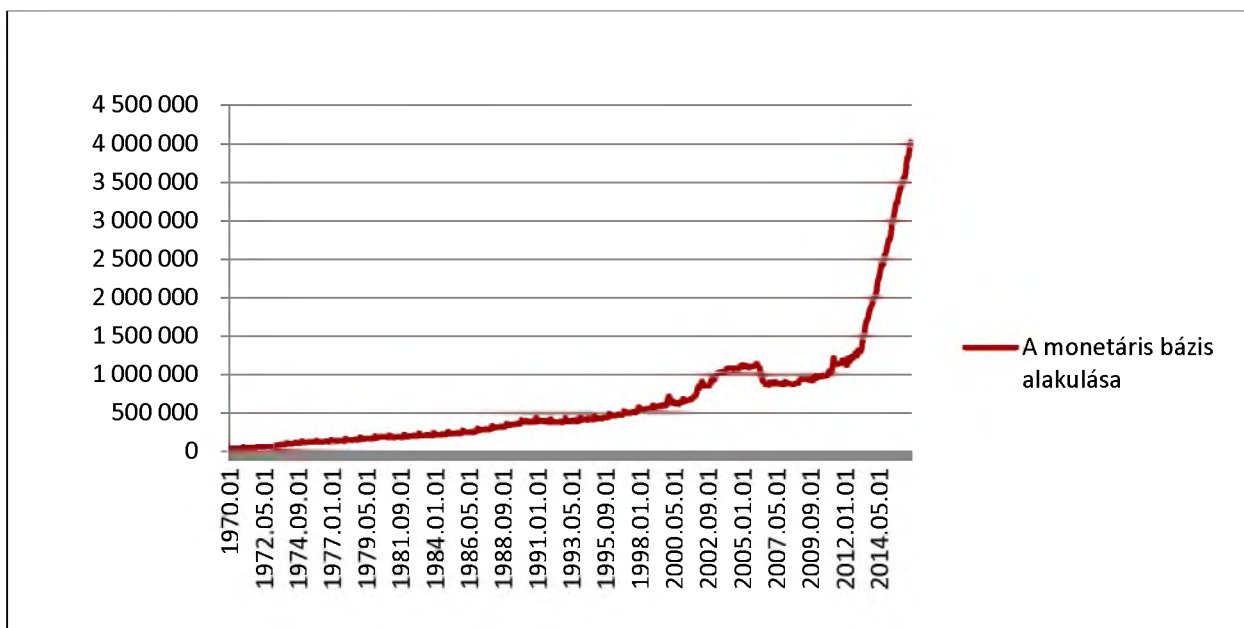
¹⁶ <http://www.wsj.com/articles/transcript-of-the-wall-street-journals-interview-with-bojs-haruhiko-kuroda-1460997696>

¹⁷ <https://www.federalreserve.gov/releases/h41/current/h41.htm#h41tab2>;

https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd_debtposactrpt_0716.pdf; <https://data.snb.ch/en/topics/snb#!cube/snbipo?fromDate=2015->

lesz képes egy bizonyos ponton túl tovább növelni államkötvény vásárlási programját anélkül, hogy veszélybe ne sodorja a japán állampapírpiac stabilitását. A legutóbbi jegybanki döntés ezt az álláspontot látszik alátámasztani.¹⁸

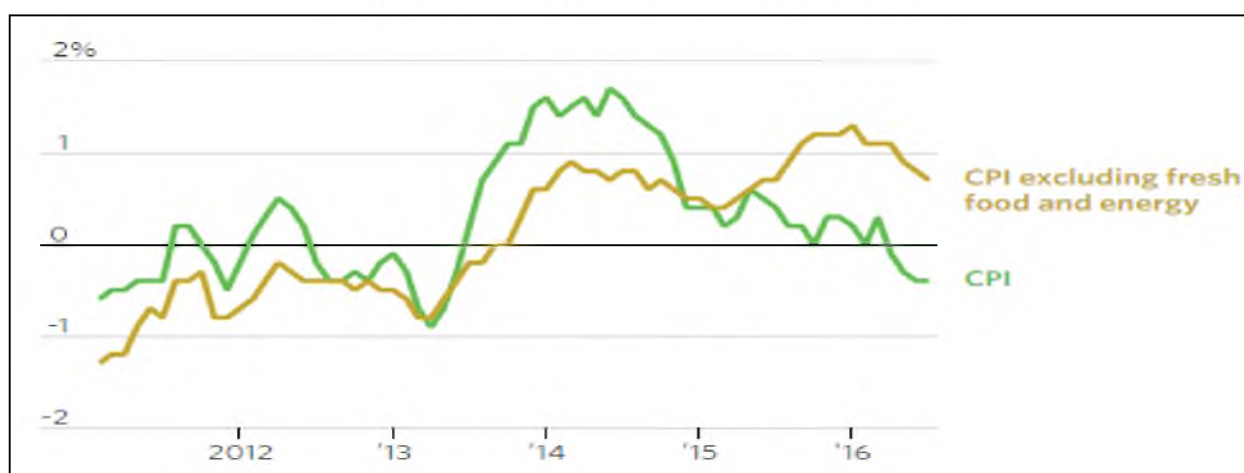
1. ábra: Japán monetáris bázisának alakulása (ezermillió jen)



forrás: Bank of Japan, MNB

A júliusi kamatdöntő ülés során elhangzott, hogy szeptember 20-21-ig, a következő ülés időpontjáig a BOJ egyfajta átfogó önértékelés („comprehensive assessment”) keretein belül felül fogja vizsgálni a QQE és a negatív alapkamat keretrendszerének eredményességét. A kijelentés sokak szerint a **teljes monetáris stratégia újragondolására utal**, és nem zárható ki a „helicopter money” jellegű programok napirendre kerülése sem.¹⁹

2. ábra: A japán fogyasztói árindex (CPI) alakulása



forrás: Wall Street Journal

07&toDate=2016-07&dimSel=D0(WSF); <http://www.nationaldebtclocks.org/debtclock/switzerland>;
<http://www.telegraph.co.uk/business/2016/02/19/how-large-is-the-uks-national-debt-and-why-does-it-matter/>;
<http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/apf/gilts/results.aspx>

¹⁸ <http://www.wsj.com/articles/bank-of-japan-takes-easing-action-1469764904>

¹⁹ <http://www.wsj.com/articles/why-bank-of-japan-dipped-into-bag-of-small-tricks-1469778181>

Az igazgatótanács júniusi ülésének jegyzőkönyvéből kiderül, hogy a kilencfős tanácsból legalább kettő megkérdőjelezte az eszközvásárlási program hatékonyságát és fenntarthatóságát.²⁰ Feltehetően Kuroda abban az esetben sem fog változtatni 2%-os inflációs célján szeptemberben, ha valóban úgy ítéli meg, hogy az általa végrehajtott monetáris lazítás nem képes elérni azt, ugyanis a három Abenomics alappillér egyikének elhagyása nemcsak Kuroda jegybankelnök hitelességének megítélésén rontana, hanem Abe Shinzo miniszterelnök népszerűségére is komoly csapást mérne.²¹

Hogyan tovább?

A jen júliusi gyengülése és az Abe Shinzo vezette kormánypárt felsőházi választásokon aratott magabiztos győzelmét követően a jegybankelnök valamelyest fellelenezhet. Ben Bernanke volt amerikai jegybankelnök Tokióban tett látogatása ugyanakkor arra utalhat, hogy a japán jegybank és kormányzat a monetáris finanszírozás, azaz a „helicopter money” ösvényére merészkedhet a szeptemberi kamatlétszámítást követően. **Jelenlegi formájában ugyanis a QQE program által elérhető eredmények korlátozottak:** a negatív kamatok keretrendszeréhez a kereskedelmi bankok nehézkesen alkalmazkodnak, az ETF-ek további vásárlásának hatása a csökkenő kockázati felárak miatt csak kiegészítő szerephez juthat, a vállalati kötvénypiac pedig túl kicsi a japán gazdaság stimulálásához. Bár áprilisban Kuroda elutasította bármilyen fiskális program közvetlen monetáris finanszírozásának lehetőségét, **kiemelte a kormány és a jegybank közötti együttműködés jelentőségét.** Az előzmények ismeretében elképzelhető, hogy a BOJ „közvetett” módon valóban a „helicopter money” útjára lép: a lazítás folytatásaként felmerült alternatívák között szerepel **fedezet- és kamatmentes jegybanki kölcsön folyósítása, illetve a jegybank által birtokolt államkötvények egy részének lejárat nélkülivé történő alakítása, vagyis a monetáris bázis egy részének rögzítése.**²²

Honda Etsuro, Abe Shinzo miniszterelnök tanácsadója visszautasítja azokat a feltételezéseket, melyek szerint a japán jegybank szeptember után feladná eszközvásárlási programját. Honda Etsuro **megkérdőjelezte a BOJ önértékelésének létjogosultságát,** véleménye szerint egyértelmű, hogy a monetáris politika további lazítására van szükség a 2%-os inflációs cél elérése érdekében. Honda úgy véli, hogy amennyiben Kuroda elnök leállítaná a jegybank QQE programját, akkor az inflációs várakozások olyan mértékben csökkennének, hogy elkerülhetetlen lenne a deflációs spirál kialakulása. Hozzátette, hogy **több mint 50% az esélye annak, hogy a BOJ a korábbinál is merészebb lazítási programmal rukkol elő.** Elmondta, hogy az Egyesült Államok ugyan figyelmeztette Japánt arra, hogy ne kezdjen a jen leértékelésével deviza háborúba, de véleménye szerint az amerikaiak véleményétől függetlenül folytatni kell a monetáris lazítást. Honda álláspontja szerint **a japán jegybanknak 25%-kal, vagyis 80-ról 100 ezermilliárd jenne - azaz 1 ezermilliárd dollárra - kellene növelnie az évente vásárolt államkötvények teljes volumenét.** A miniszterelnöki tanácsadó szerint a negatív kamatok nem lenne szabad tovább mélyítenie a BOJ-nek, mert az veszélybe sodorhatja a japán bankrendszer növekedési kilátásait.²³

²⁰ <http://www.reuters.com/article/us-japan-economy-boj-idUSKCN10E03F>

²¹ <https://www.tradingbanks.com/posts/dailyfundamentalanalysis/2016/8/11/boj-to-undertake-comprehensive-monetary-policy-assessment>

²² <http://www.wsj.com/articles/japan-and-helicopter-money-fan-blades-arent-turning-just-yet-1468789205>

²³ <http://www.wsj.com/articles/boj-review-can-only-conclude-more-easing-needed-says-abe-adviser-1471495182>