

Csortos Orsolya – Lehmann Kristóf: Az előretekintő iránymutatás bemutatása a Federal Reserve gyakorlatán keresztül¹

Az elmúlt évtizedekben jelentősen megváltozott a monetáris politika kommunikációja, a jegybanki transzparencia egyre széleskörűbbé vált. A jegybanki transzparencia növelését egyrészt a függetlenné váló intézmények elszámoltathatósága, másrészt az a felismerés indokolta, hogy a monetáris politika az irányadó instrumentum változtatása mellett a várakozások befolyásolásán keresztül is képes hatni a gazdasági folyamatokra. Fentiekkel összhangban jelenleg általánosan elterjedt gyakorlat, hogy a jegybankok nyilvánosságra hozzák monetáris politikai stratégiájuk részleteit, célváltozóikat, döntéseiket és az azok alapjául szolgáló főbb érveket, a gazdaság várható alakulásáról alkotott képüket. Az elmúlt évek pénzügyi válsága során több jegybank beleütközött az alapkamat zéró alsó korlátjába, így az előretekintő kommunikáció szerepe még inkább felértékelődött, hiszen ebben a helyzetben a gazdaság helyzete által indokolt további lazítás kivitelezésére a várakozások befolyásolása marad a hagyományos monetáris politika egyetlen eszköze. Ezzel a kihívással szembesült a Federal Reserve is, aki már a válság kitörését megelőzően is törekedett az átlátható működésre és hiteles kommunikációra, majd a zéró alsó korlátba való beleütközést követően még nagyobb hangsúlyt fektetett az előretekintő kommunikációra, ezen belül is az elköteleződés jellegű iránymutatásra, amelynek több formáját is alkalmazta.

1. AZ ELŐRETEKINTŐ JEGYBANKI KOMMUNIKÁCIÓ KÜLÖNBÖZŐ TÍPUSAI

Az elmúlt években jelentősen megváltozott a jegybanki döntések kommunikációja. A korábban jellemző titkolózás helyét átvette a nagyobb fokú transzparenciára való törekvés annak érdekében, hogy minél kiszámíthatóbb legyen a monetáris politika. A fejlett országok jegybankjaira **általánosan jellemző a működésük átláthatósága**, aminek köszönhetően a piaci szereplők pontosabb képet tudnak alkotni arról, hogy milyen viselkedésre számíthatnak a monetáris politika oldaláról. Bár a működés átláthatósága könnyebbé teszi a jegybanki viselkedés előrejelezhetőségét, azonban ez nem minden esetben biztosítja, hogy a piaci szereplők várakozásai a jegybank szándékával összhangban alakuljanak. Ilyenkor a jegybank a piaci szereplők várakozásainak hatékonyabb befolyásolása érdekében explicit jelzéseket adhat az alapkamat jövőben várható pályájáról.

A legjobb gyakorlatot követő inflációs célkövető jegybankok esetében általánosan elterjedt gyakorlat **előrejelzés jellegű iránymutatás** nyújtása, ami jelzést ad arra vonatkozóan, hogy az adott információs bázis mellett mi a legvalószínűbb monetáris politikai reakció. Az előrejelzés jellegű iránymutatás lehet csupán verbális jelzés a várható kamatpályáról (pl. közleményekben utalás további lépések irányára, döntéshozói nyilatkozatok), de akár magában foglalhatja a jegybank makrogazdasági előrejelzésével konzisztens kamatpálya publikálását is. Azok a jegybankok (pl. svéd, norvég, új-zélandi), amelyek a teljes kamatpályát nyilvánosságra hozzák, fontosnak tartják hangsúlyozni, hogy a publikált kamatpálya csupán az aktuálisan elérhető információs bázis alapján készített előrejelzés, és ezért nem tekinthető ígéretnek vagy bármiféle elköteleződésnek. Egyes speciális esetekben ugyanakkor szükségessé válhat, hogy az előretekintő iránymutatás bizonyos fokú elköteleződéssel is járjon.

¹ A szerzők az MNB munkatársai.

Ilyen speciális eset, amikor az adott gazdasági kondíciók és a korábban alkalmazott reakciófüggvény további monetáris lazítást indokolnának, azonban az alapkamat már elérte vagy megközelítette zéró alsó korlátját, így nincs lehetőség az irányadó ráta további csökkentésére. Ilyen körülmények között alacsony infláció (esetleg defláció) mellett túlzottan magas reálkamat alakulhat ki, ami az aggregált kereslet további csökkenéséhez és a negatív kibocsátási rés további nyílásához vezet. Ezen a jegybank úgy tompíthat, hogy **elköteleződés jellegű iránymutatást** ad, azaz például bejelenti, hogy az irányadó kamatot az inflációs cél elvételének átmeneti tolerálásának árán is alacsony szinten tartja, amivel inflációs várakozásokat generálhat, így csökkentve a reálkamat szintjét. Az alacsonyabb reálkamat pedig a fogyasztási kiadások előrehozásán és a beruházások ösztönzésén keresztül élénkíti a gazdaságot.

Az előrejelzés- illetve az elköteleződés jellegű iránymutatás között tehát a fő különbség az, hogy míg előbbi során a jegybank megszokott stratégiájának várható következményéről ad információt, utóbbi a megszokott stratégia átmeneti felfüggesztésén keresztül kíván hatást elérni. Az elköteleződés jellegű iránymutatás jellemzően valamilyen feltételt is tartalmaz, hiszen egyetlen jegybank sem akar hosszú távra elköteleződni olyan stratégia mellett, amit normál körülmények között nem tartana optimálisnak. Az elköteleződés jellegű iránymutatást alkalmazó jegybankok jellemzően időbeli (időfüggő elköteleződés) vagy a gazdaság állapotával kapcsolatos feltételeket fogalmaztak meg (állapotfüggő elköteleződés), emellett mindkét esetben lehet az iránymutatás nyílt végű vagy specifikált. Fontos kiemelni, hogy a megszokott stratégiájától eltérő jegybank dilemmával szembesül: egyrésztől lépéseinek hatásossága függ attól, hogy a piaci szereplők a kivételes helyzetben elhiszik-e az átmeneti stratégia-feladás melletti feltételes elköteleződést; másrészt, ha a jegybank túlzott mértékben, vagy ideig eltér a korábban bejelentett stratégiájától, az könnyen az inflációs várakozások hosszú távú horgonyozottságának csökkenéséhez vezethet.

Az előretekinő iránymutatás gyakorlati megvalósítása során a jegybankok számos kihívással szembesülnek. Az egyik ilyen nehézség az előrejelzés és az elköteleződés jellegű iránymutatás megkülönböztetése. Attól függően ugyanis, hogy a gazdasági szereplők melyik kategóriába tartozónak értékelik a jegybank jelzését, az eltérő következményekkel járhat. A hosszabb ideig a zéró alsó korlát közelében maradó alapkamat jelzése önmagában közvetítheti azt az üzenetet, hogy a jegybank elhúzódó gazdasági gyengélkedésre számít, illetve azt is, hogy a fellendülés megindulása után is alacsony maradhat a kamatszint. Előbbi üzenet a gazdasági aktivitás visszafogásának irányába is hathat, míg utóbbi élénkíthet. Továbbá, ha sikerül is meggyőzni a gazdasági szereplőket arról, hogy a jegybank elköteleződés jellegű iránymutatást kíván adni, az időhorizont definiálásával nem válik egyértelművé, hogy mely változók alakulásához köthetően válhat okafogyottá a jegybank iránymutatása. Ilyenkor az elköteleződés felveti az időinkonzisztencia problémáját, azaz azt, hogy a jegybank olyan magatartást ígér, ami a jelenben optimális, azonban az idő múlásával és a gazdasági körülmények megváltozásával könnyen kísértést érezhet a meghirdetett stratégiától való eltérésre. Ezt a problémát részben orvosolhatja az állapotfüggő iránymutatás, azaz amikor a jegybank bizonyos makrogazdasági változók alakulásához köti az elköteleződés fenntartását. Azonban ilyenkor is dilemmát okozhat az állapotfüggő iránymutatásban szereplő megfelelő indikátorok megválasztása, illetve azok hosszú távú egyensúlyi értékeinek meghatározása.

2. AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS BEMUTATÁSA A FEDERAL RESERVE GYAKORLATÁN KERESZTÜL

A globális szinten is meghatározó jelentőséggel bíró Federal Reserve — a legjobb példaként tekintett inflációs célkövetés keretrendszerében működő jegybankokhoz (pl. svéd vagy új-zélandi jegybank) hasonlóan — már több évvel a pénzügyi válság kitörése előtt törekedett a transzparens működésre és hiteles kommunikációra. Ennek jegyében 1994-től kezdődően publikál döntéseit követően közleményeket. Emellett a döntést három héttel követően az ülés jegyzőkönyvét is nyilvánosságra hozzák, ami tartalmazza az FOMC

(Nyíltpiaci Bizottság, a Fed legfőbb döntéshozó testülete) döntéseit és részletesen bemutatja a mögöttük meghúzódó megfontolásokat. Végül, 2007-től kezdődően az FOMC tagok negyedévente előrejelzést adnak a legfontosabb gazdasági mutatókra. Mindezek az **általános jegybanki átláthatóság és transzparencia** részét képező kommunikációs eszközök.

A globális pénzügyi válság kitörését követően felértékelődött az előretekintő jegybanki kommunikáció szerepe. Ez a Fed esetében azzal magyarázható, hogy már 2008 decemberében a 0-0,25 százalékos sávba csökkentették az alapkamatot, így az effektív alsó korlátot elérve további mérséklésre nem volt mód. Ekkor — a nemkonvencionális eszközök bevetése mellett — az **előretekintő kommunikáció erősítésével és az elköteleződés** felé történő elmozdulással próbált meg további monetáris lazítást végrehajtani.

A Nyíltpiaci Bizottság 2009 elejétől **időfüggő előretekintő iránymutatást**² alkalmazott, ennek jegyében először a nulla közeli kamatszint fenntartását kommunikálta „egy ideig” („for some time”), majd 2009. márciustól a közleményekben már „tartós ideig” („for extended period”) vetítette előre a kivételesen alacsony kamatszintet. 2011 augusztusában a **nyíltvégű iránymutatást specifikálták**, így a közleményben a „tartós ideig” helyett az szerepelt, hogy „legalább 2013 közepéig” („at least through mid-2013”) vállalják a kamat fenntartását. Ezt követően a nulla közeli kamat melletti elköteleződést 2012. januárban „legalább 2014 végéig”-re („at least through late-2014”), majd 2012. szeptembertől „legalább 2015 közepéig”-re („at least through mid-2015”) hosszabbították meg. Eközben a Fed 2012 januárjában a döntéshozók kamatra vonatkozó feltételes előrejelzésének publikálása mellett is döntött a várakozások hatékony alakítása érdekében.

Az időbeli iránymutatást 2012 decemberében – egy szintén **specifikált – állapotfüggő elköteleződés** váltotta fel, ami a 0 közeli kamatszint fenntartását explicit makrogazdasági küszöbök eléréséhez kötötte. Az elköteleződés értelmében a rendkívül laza monetáris politika legalább addig fennmarad, amíg a munkanélküliség 6,5 százalék felett alakul, az infláció nem kerül 2,5 százalék fölé, és a hosszú távú inflációs várakozások horgonyozottak maradnak (Evans-szabály). A 6,5 százalékos küszöb azonban nem feltétlenül váltja ki a kamatemelést: abban az esetben, ha inflációs várakozások vagy kilátások engedik, továbbra is fenn tartható az alkalmazkodó monetáris politika. Bár a munkanélküliségi küszöbértékhez kötődő iránymutatás összhangban áll a Fed kettős mandátumával, a számszerű inflációs feltétel arra utal, hogy a Fed hajlandó eltérni a korábban megszokott, 2 százalékos inflációt célzó stratégiájától³. Az inflációs várakozások horgonyozottságának feltételül szabása ugyanakkor azt az üzenetet közvetíti, hogy ez az eltérés csupán átmeneti lehet. Egy évvel később, 2013 decemberében, az előretekintő iránymutatásban előzetesen megfogalmazott munkanélküliségi küszöbértékhez közeledve Ben Bernanke Fed elnök jelezte, hogy az aktuális nulla közeli Fed kamatcél (0-0,25 százalék) valószínűleg *jóval* azután is fenn fog maradni, hogy a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alatt lesz, különösen akkor, ha a várható infláció hosszabb távon is 2 százalék alatt lesz, így az állapotfüggő elköteleződés nyíltvégűvé vált.

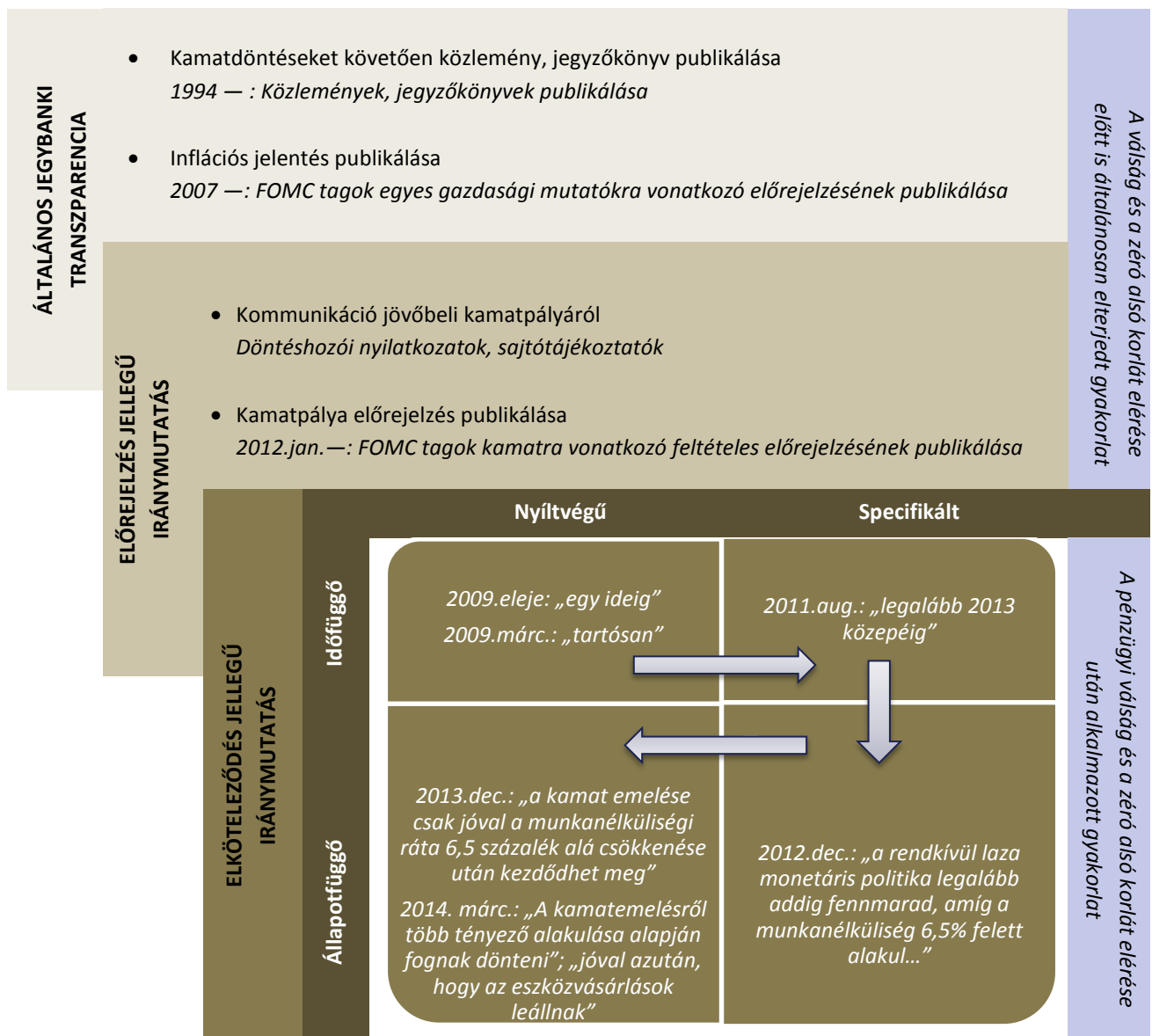
A Fed elnöki pozícióját 2014. február 1-től betöltő Janet Yellen vezetése mellett márciusban ismét változtattak az előretekintő iránymutatáson, ugyanakkor hangsúlyozták, hogy ez nem jelent változást az FOMC helyzetértékelésében. Az előretekintő iránymutatást úgy módosították, hogy az irányadó kamat a jelenlegi

² A Fed a 2008-as pénzügyi válság kirobbanása előtt is adott előretekintő iránymutatást. Például 2003 augusztusában az akkor észlelt deflációs kockázatokra válaszul az FOMC úgy fogalmazott, hogy a monetáris politika számottevő ideig („for a considerable period”) alkalmazkodó maradhat. A deflációs kockázatok mérséklődésével az iránymutatást úgy módosították, hogy türelmesek lehetnek az alkalmazkodó monetáris politika visszavonásával, végül úgy fogalmaztak, hogy az alkalmazkodó monetáris politika lassú ütemben visszavonható, ami a kamatpálya várható meredekségére utalt.

³ 2012 januárjában a Fed vezetése 2 százalékos explicit inflációs célt jelentett be. Az ekkor kiadott közlemény megerősítette, hogy a Fed továbbra is a kettős mandátum teljesítését, vagyis az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának.

alacsony szinten marad az után is, hogy az eszközvásárlásokat már kivezették. Az esetleges későbbi kamatemelésről több tényező alakulása alapján fognak dönteni, és a munkapiaci feltételek mellett figyelembe veszik az inflációs nyomást és az inflációs várakozásokat, valamint a pénzügyi folyamatokat is. A döntést követő sajtótájékoztatón Janet Yellen ismertetőjéből ezzel kapcsolatban egy megjegyzés kapott nagyobb figyelmet, mely arra utalt, hogy a kamatemelés az eszközvásárlások kivezetése után körülbelül hat hónappal kezdődhet meg. A döntést követő hetekben Yellen igyekezett eloszlatni azon várakozásokat, hogy a Fed a korábban vártnál előbb kezdene kamatot emelni, és elmondta, hogy az amerikai gazdaságnak még hosszú ideig szüksége lesz az alacsony kamatokra. Ezzel cáfolni igyekezett azon véleményeket, hogy a Fed a korábban számítottnál előbb kezdene kamatemelésbe. Emellett a márciusi ülés jegyzőkönyve is megnyugtatta az elemzőket, és a piacok is kedvezően reagáltak annak publikálására, szemben a korábbi túlzottan negatív reakciókkal (a döntés bejelentését követően a piacok úgy értelmezték, hogy módosult az előretekintő iránymutatás időzítése).

1. ábra: A jegybanki kommunikáció és az előretekintő iránymutatás különböző formái a Fed gyakorlatának bemutatásán keresztül



Látható, hogy a Fed az elmúlt években az elköteleződés jellegű iránymutatás több típusát is alkalmazta, amely egyben rávilágít az iránymutatás nyújtásával kapcsolatos – előző fejezetben ismertetett – gyakorlati kihívásokra. Az időfüggő iránymutatás alkalmazása során a Fed-et többször is érte az a kritika, hogy annak gyakori módosítása az FOMC tagjainak gazdasági helyzetértékelésének romlását jelzi, ami a gazdasági szereplőket – az elhúzódó nehézségeket látván – épp megtakarításaik további növelésére, és nem kiadásaik előrehozására ösztönözhetette. Ezen problémát ugyan orvosolta az állapotfüggő elköteleződés alkalmazása, azonban az is csak egy-egy kiválasztott változó kitüntetett értékéhez kapcsolódóan nyújtott iránymutatást. Egyrészt kihívást jelentett a megfelelő indikátor megválasztása (GDP növekedés, munkanélküliségi ráta, kibocsátási rés), másrészt a Fed az indikátor kiválasztását követően is szembesült azzal a problémával, hogy a kiválasztott változó nem megfelelően jelzi a gazdaság kapacitáskihasználtságát. Ennek kapcsán többen – a Fed döntéshozói között is – rávilágítottak arra, hogy a munkanélküliségi ráta alakulása alulbecsüli a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitásokat, mert annak csökkenése jelentős részben az aktivitási ráta mérséklődésével magyarázható, miközben az új munkahelyek bővülése és más foglalkoztatási mutatók alakulása továbbra is elmarad a kedvezőnek tekintett értékektől. Végül az állapotfüggő elköteleződés arról sem nyújt iránymutatást, hogy miként fog alakulni az irányadó ráta a küszöbértékek elérését követően, amelynek kommunikációja a Fed számára a közelmúltban az egyik legnagyobb kihívást jelenti.

Összességében tehát látható, hogy a Fed már a válság kitörését megelőzően törekedett a transzparens működésre és a jegybanki hitelességet erősítő kommunikációs eszközök alkalmazására. A válság kitörését követően felértékelődött az előretekintő jegybanki kommunikáció szerepe és elmozdulás történt az elköteleződés jellegű iránymutatás felé, ami egyben a korábban megszokott viselkedéstől történő átmeneti eltérést is jelez. Az elmúlt években a Fed az elköteleződés jellegű iránymutatás több típusát is alkalmazta. Először – a már korábban is alkalmazott – nyíltvégű időfüggő iránymutatást adott, majd ezt konkrét időpontra specifikálta. Ezt követően elmozdulás történt az állapotfüggő iránymutatás felé, ennek specifikált formája volt az Evans-szabály. Miután a munkanélküliségi ráta közeledett az Evans-szabályban megfogalmazott értékhez, a specifikált formából elmozdulás történt a nyíltvégű, de még állapotfüggő iránymutatás felé. Az iránymutatás legutóbbi, márciusi módosítást követően is nyíltvégű állapotfüggő iránymutatásnak tekinthető. Bár Janet Yellen a sajtótájékoztató után tett a kamatemelés megkezdésére vonatkozó említést, de ezt követően is hangsúlyozta, hogy még hosszú ideig szükség van alacsony kamatokra. A Fed folyamatos és transzparens kommunikációja ellenére szem előtt kell tartani, hogy az iránymutatás gyakori módosítása és nehezen értelmezhetősége könnyen alááshatja annak hatékonyságát.

Az előretekintő iránymutatás elméleti háttéréről bővebben írtunk a Magyar Nemzeti Bank 2013. szeptemberi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány kiemelt témájában.

Források:

Bank of England (2013): Monetary policy trade-offs and forward guidance.

Charles I. Plosser (2013): Forward Guidance. Presented to the Stanford Institute for Economic Policy Research's (SIEPR) Annual Meeting.

Michael Woodford (2013): Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks. Prepared for the conference „Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges”, Sveriges Bank, June 3, 2013.

Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2014. május 16-án.