

Csortos Orsolya, Lehmann Kristóf, Szalai Zoltán: Az előrettekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai^{1*}

Az elmúlt évtizedekben jelentősen megváltozott a monetáris politika kommunikációja, a jegybanki transzparencia egyre szélesebb körűvé 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. Az elmúlt évek pénzügyi válsága során több jegybank beleütközött az alapkamat zéró alsó korlátjába, így az előrettekintő kommunikáció szerepe még inkább felértékelődött, hiszen ebben a helyzetben a gazdaság állapota által indokolt további lazítás kivitelezésére a várakozások befolyásolása marad a monetáris politika egyik kiemelt új eszköze. Egy másik, a nemzetközi szakirodalomban még kevésbé elterjedt megközelítés szerint az inflációs várakozások emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatot és ezen keresztül ösztönözni a jelenbeli kiadásokat; azonban az előrettekintő iránymutatással a normalizálódás során lehetséges a hosszú nominális hozamok alacsonyan tartása és a reálkamatok emelkedésének, illetve a kötvénypiacok túlzott reakciójának megelőzése. Az előrettekintő iránymutatás válság alatti gyakorlatát és annak tapasztalatait a Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) példáján keresztül mutatjuk be. Vizsgálódásaink szerint elmondható, hogy a válságot követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de egyértelmű elmozdulás történt a monetáris politikai helyzetértékelés és az arra való reakciók kommunikálása, így a transzparensabb jegybanki működés felé.

AZ ELŐRETEKINTŐ JEGYBANKI KOMMUNIKÁCIÓ JELENTŐSÉGE

A hiteles és transzparens jegybanki működés alapelve, hogy „*Mondd azt, amit teszel, és tedd azt, amit mondasz*”.² Mindez azért szükséges, mert egy transzparensten működő jegybank sikeresebb lehet a várakozások befolyásolásában (pl. az infláció cél körüli horgonyzásában), így pedig javíthatja a monetáris politika hatékonyságát például azáltal, hogy tompíthatja az inflációs sokkok reálgazdasági költségeit. A várakozások menedzselése fontos transzmissziós csatorna, mivel a fogyasztási és beruházási döntések jellemzően hosszabb lejáratú (reál)kamatoktól függenek, amelyekre a jegybanki alapkamat aktuális szintjének önmagában kevés befolyása van. A hosszabb lejáratú hozamok alakulásában meghatározó szerepet játszanak a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások és a közép-távú inflációs kilátások. A rövid kamatokra vonatkozó várakozások befolyásolásával ugyanis hatni lehet a hosszú kamatokra is, aminek már a jelenben is érezhető lehet a reálgazdasági hatása. Így a várakozások aktívabb menedzselése a nulla alsó korlátba (zero lower bound, ZLB) ütközés nélkül is növelheti a monetáris

politikai lépések hatékonyságát, mivel a hozamgörbe távolabbi pontjai is a jegybank szándékának megfelelően mozdulhatnak el. Ha a jegybank képes befolyásolni ezeket, akkor – legalább részben előrettekintő gazdasági szereplők esetén – hatni tud az aktuális reálgazdasági és inflációs folyamatokra is.

Mindezek fényében a transzparens jegybanki működés és a világos kommunikáció a válság kitörését megelőzően is egyre elterjedtebbé vált, azonban az előrettekintő kommunikáció szerepe ezt követően, a zéró alsó korlát elérése kapcsán még inkább felértékelődött. A fentiekkel összhangban általánosan elterjedt gyakorlattá vált, hogy a jegybankok nyilvánosságra hozzák monetáris politikai stratégiájuk részleteit, célváltozóikat, döntéseiket és az azok alapjául szolgáló főbb érveket, a gazdaság várható alakulásáról alkotott képüket. Ennek köszönhetően normál időkben a gazdasági szereplők a jegybank korábbi döntései, szisztematikus viselkedése alapján képesek következtetni arra, hogy a jegybank miként fog reagálni különböző gazdasági folyamatokra, sokkokra. Akkor azonban, amikor megnövekszik a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság, felértékelődik a jövőbeli monetáris politikai irányultságról való

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

¹ Köszönettel tartozunk több kollégánknak javaslataikért, külön kiemelnénk Kocsis Zalán hasznos észrevételeit.

² „Saying What You Do and Doing What You Say” (Friedman–Laxton, 2009).

kommunikáció, mivel a gazdasági szereplők egyrészt korábban nem tapasztalt szituációkkal szembesülnek, másrészt a ZLB miatt a monetáris politika mozgásterét is korlátozottabb, így nehezebbé válik számukra a monetáris kondíciókra vonatkozó várakozások kialakítása.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS HÁTTÉRÉBEN ÁLLÓ ELVI MEGFONTOLÁSOK

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. Egy, az árstabilitást középpontba helyező jegybank esetében a piaci szereplők kamatvárakozásait az fogja meghatározni, hogy milyen jegybanki alapkamat-pálya mellett látják biztosítottnak az inflációs cél elérését a monetáris politika által deklarált horizonton. Ezen várakozások formálásához számottevő mértékben járulhat hozzá, ha a jegybank publikálja előrejelzéseit, és nyilvánossá teszi a monetáris politikai döntései alapján szolgáló megfontolásokat. 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. A jegybank hitelessége mellett ehhez az is szükséges, hogy a piaci szereplők a jegybankhoz hasonlóan gondolkodjanak a monetáris politika vitelét meghatározó makrogazdasági tényezőkről és kilátásokról, illetve a jegybanki döntéshozók azokra adandó reakciójáról. Ha az utóbbi hasonló gondolkodás nem áll fenn, akkor az közelítheti egymáshoz a piaci szereplők várakozásait és a jegybank szándékait, ha a jegybank explicit jelzéseket ad az alapkamat jövőben várható pályájáról.

A legjobb gyakorlatot folytató inflációs célkövető jegybankok esetében az előretekintő jelzés általánosan elterjedt formája az **előrejelzés jellegű iránymutatás**. Az előrejelzés jellegű iránymutatás jelzést ad arra vonatkozóan, hogy az adott információs bázis mellett mi a legvalószínűbb monetáris politikai reakció. Ideális esetben így a hozamgörbe távolabbi pontjai is a jegybank szándékának megfelelően mozdulnak el.

Az előrejelzés jellegű iránymutatás lehet csupán verbális jelzés a várható kamatpályáról (pl. további lépések iránya, vagy a kamatpálya várható meredeksége), de akár magában foglalhatja a jegybank makrogazdasági előrejelzésével konzisztens kamatpálya publikálását is (utóbbi abban az esetben valószínűsíthető meg, ha az előrejelzés endogén monetáris politikai reakció³ feltételezése

mellett készül). 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. Ezzel megteremtik annak a lehetőségét, hogy később – nem várt sokkhatásokkal szembesülve – hitelességvesztés nélkül eltérjenek a korábban előre jelzett kamatpályától. Egyes speciális esetekben ugyanakkor szükségessé válhat, hogy az előretekintő iránymutatás bizonyos fokú elköteleződéssel is járjon.

Ilyen speciális eset, amikor az adott gazdasági kondíciók és a korábban alkalmazott reakciófüggvény további monetáris lazítást indokolnának, azonban az alapkamat már elérte vagy megközelítette a 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 azon az áron is alacsony szinten tartja, hogy átmenetileg tolerálja az inflációs cél elvetését – ezzel 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, melyet 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 itt megemlíteni, hogy az időbeli feltétel mellett nem egyértelmű, hogy a jegybank előrejelzés vagy elköteleződés jellegű iránymutatást ad, hiszen egy adott időpontig fennmaradó kamatszint jelzése önmagában nem tartalmaz információt arra vonatkozóan, hogy a jegybank a megszokott stratégiájával összhangban cselekszik, vagy az attól vett átmeneti eltéréssel próbálja meg hatásosságát növelni.⁴ Fontos kiemelni,

³ Ez azt jelenti, hogy az előrejelzés során a kamat- és árfolyampálya endogén módon határozódik meg, oly módon, hogy az infláció a monetáris politika számára releváns horizonton az inflációs céllal összhangban alakuljon.

⁴ 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 elhúzódozó gazdasági gyengékedésre 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.

hogya a megszokott stratégiájától eltérő jegybank dilemmával szembesül: egyrésztől lépéseinek hatásossága függ attól, hogy a piaci szereplők a kivételes helyzetben elhiszik-e az átmeneti stratégiafeladás 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 előretekintő iránymutatás gyakorlati megvalósítása során a jegybankok **számos további kihívással** szembesülnek. Abban az esetben, 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. Ilyenkor is dilemmát okozhat viszont az állapotfüggő iránymutatásban szereplő megfelelő indikátorok megválasztása, illetve azok hosszú távú egyensúlyi értékeinek meghatározása. Ha azonban az iránymutatás feltételrendszere túl komplex, csökkenhet az eszköz közérthetősége és így a hatékonysága is. Emellett a jegybanki döntéshozók gazdasági folyamatok alakulásával kapcsolatos nézetkülönbségei, illetve eltérő kommunikációja is csökkentheti az iránymutatás egyértelműségét és hitelességét, így hatékonyságát. Végül az előretekintő iránymutatás alkalmazása során figyelemmel kell lenni arra, hogy az közvetetten pénzügyi stabilitási kockázatokat okozhat.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS ÉS A KÖTVÉNYPIACI REAKCIÓK KAPCSOLATA

Az előretekintő iránymutatást mint a válságban alkalmazott új jegybanki kommunikációs eszközt, a legtöbb elemző és gazdaságpolitikus kedvezően fogadta. Az előző szakaszban ismertetett értelmezések szerint a fő cél a zéró nominális alacsony kamatkorlátot elért jegybank számára az, hogy az *inflációs várakozások cél közelébe emelése révén* a várt reálkamatokat csökkentse és így a várakozási csatornán keresztül élénkítse a gazdaságot. A magyarázatok másik csoportja szerint az *inf-*

lációs várakozások emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatot és ezen keresztül ösztönözni a jelenbeli kiadásokat; azonban az előretekintő iránymutatással a normalizálódás során lehetséges a hosszú nominális hozamok emelkedési ütemének fékezése és a reálkamatok hirtelen növekedésének, illetve a kötvénypiacok túlzott reakciójának megelőzése. Ez a megközelítés tehát az előretekintő iránymutatásnak a kamatemelési ciklus megkezdésével kapcsolatos kötvénypiaci bizonytalanságok mérséklésében és a pánikszerű kötvényeladások megelőzésében betöltött szerepét hangsúlyozza. A jegybankok aktuális dilemmájára világít rá a Federal Reserve (Fed) kamatemelési ciklusa által kiváltott 1994-es globális kötvénypiaci válság,⁵ amikor a kamatok öt évig tartó szinten tartását követően, 1994 februárjában a Fed 25 bázispontos emelést hajtott végre, így az irányadó ráta 3,25 százalékra emelkedett. A lépésre a kötvénypiacok – beleértve olyan országoké is, ahol a jegybank még nem emelt kamatot – igen hevesen reagáltak, ami meglepetést okozott a piaci elemzők és a Fed számára is.⁶

Az 1994-es kötvénypiaci válság traumájának fényében 2004–2006-ban a Fed egy hasonló kamatemelési ciklusnak már a kezdetén biztosította a kötvényeseket, hogy egyenletes, kis lépésekben valósítják meg az emeléseket, és ügyelnek arra, hogy minimalizálják a hitelből finanszírozott kötvényportfóliók tartóinak veszteségeit. Pusztán a makrogazdasági mutatókat (GDP és infláció) tartalmazó Taylor-szabályból gyorsabb kamatemelés következett volna, de a kötvénypiaci megfontolások és a hosszú hozamok stabilizálásának igénye óvatosságra intette a Fed döntéshozóit. Ennek jegyében már ekkor alkalmazták az előretekintő iránymutatás eszközt, mely során az FOMC⁷ úgy fogalmazott, hogy a monetáris politika számottevő ideig („for a considerable period”) alkalmazkodó maradhat. A Fed transzparens és hiteles kommunikációja sikeres volt a deflációs kockázatok csillapításában és a kötvénypiaci feszültségek mérséklésében, ugyanakkor a laza monetáris politika tartós fennmaradása hozzájárulhatott azon pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez, amelyek végül a 2008-as pénzügyi válsághoz vezettek.

A jelenlegi helyzetben a Fed és más vezető jegybankok különösen nagy figyelmet fordítanak egy korábbihoz hasonló kötvénypiaci válság elkerülésére, melyet egy nem kellően előkészített kamatemelési ciklus okozhat. Jelenleg több tényező is abba az irányba mutat, hogy a potenciális kötvénypiaci veszteségek nagyobbak lehetnek, mint az 1994-es válság idején:

⁵ Részletes ismertetését lásd Turner (2013).

⁶ A BIS akkori éves jelentése szerint a fundamentumok és az inflációs nyomás egyáltalán nem támasztották alá a hozamok ilyen mértékű emelkedését. Az inflációs várakozásokat végül sikerült a Fednek féken tartania, és 1995-től a hozamok már mérséklődtek. Ennek ellenére a hozamok stabilizálása jóval tovább tartott a számítotttnál. A kamatemelési ciklus az egykorú becslések szerint a világ kötvénypiacain 1,5 trillió (ezer milliárd) dolláros veszteséget okozott, ami az akkori OECD GDP csaknem 10 százalékával volt egyenértékű.

⁷ Federal Open Market Committee, Szövetségi Tartalékbankrendszer Szövetségi Nyilvtartási Bizottsága, Fed legfőbb döntéshozó testülete.

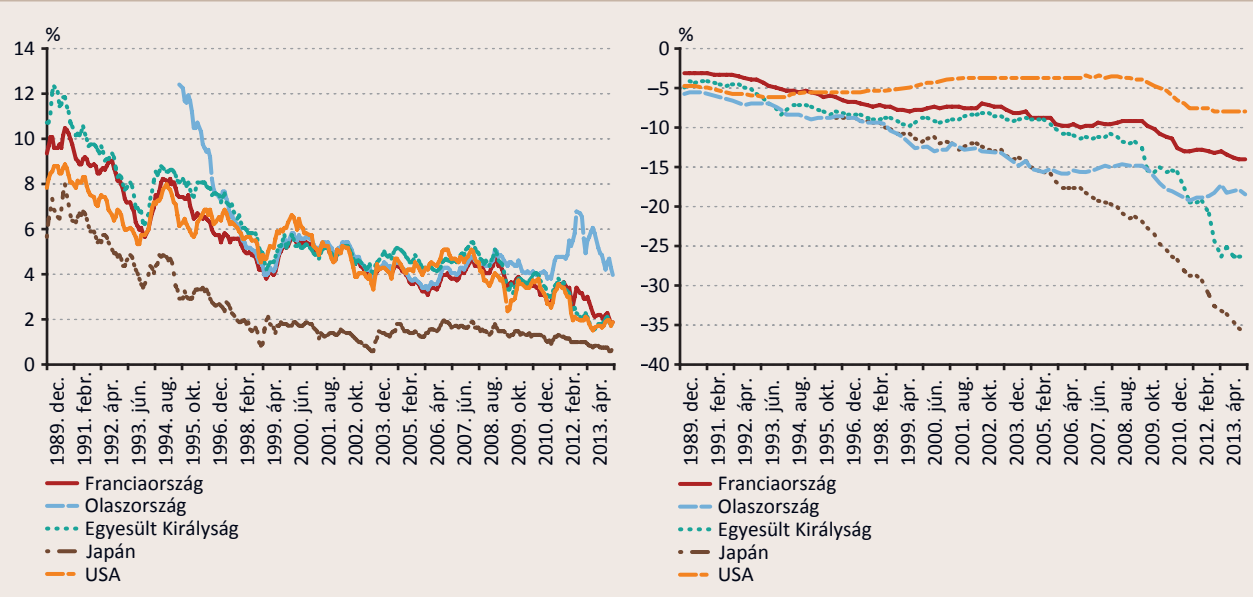
- A kötvények állománya jelenleg többszöröse az 1994-esnek.
- Az állomány kamatérzékenysége magasabb, mivel a meglévő állományok tartósan alacsonyabb kamatszintek mellett halmozódtak fel. A BIS 2013-as éves jelentésében adott becslése szerint⁸ csak az USA-állampapírok esetében – leszámítva a Fednél lévő mennyiséget – a hozamgörbe minden pontján végbemenő (azaz párhuzamos) 300 bázispontos eltolódására válaszul mintegy 1 trillió (ezer milliárd) dollár árfolyamvesztéséget kellene a piacoknak megemészteniük. Ez az összeg az USA GDP-jének 8 százalékát teszi ki. Hasonló számítással a francia, olasz, japán és angol állampapírok birtokosai a GDP-jük 15–35 százalékát kitevő veszteséggel néznének szembe (1. ábra).
- A rendelkezésre álló információk alapján sejthető, hogy a tulajdonosi megoszlás meglehetősen koncentrált, elsősorban a pénzügyi szektorban összpontosul. Emellett jelenleg csak az USA-ban a piaci szereplők által tartott jegybankon kívüli kötvényállomány többszöröse az 1994-es válság során látottaknak.
- Az 1994-es válság idején a növekedés kellően robusztus volt ahhoz, hogy átlendüljön a gazdaság a holtpontra – ma még azonban kérdéses, hogy a növekedés kellőképp megerősödött-e.

Mindezek együtt azt jelentik, hogy még egy kisebb kamatemelésre is potenciálisan sokkal nagyobb érzékenységgel reagálhatnak a befektetők. A kötvények kamatérzékenységét egy számpéldával illusztráljuk az 1. keretes írásban.

A kockázatokat súlyosbíthatja, ha érdemi gazdasági fellendülés hiánya esetén más sokkok (pl. kínálatoldali sokk, inflációs várakozások megemelkedése) mégis kamatemelést kényszerítenének ki. A jelenlegi nagyobb kockázatok realizálódásának valószínűségét igyekszik mérsékelni, időben elhúzni és a szereplők számára elviselhetőbbé tenni az előretekintő iránymutatás nyújtása. Ha a kamatemelési ciklust sikerül megfelelő időzítéssel olyankor kezdeni, amikor már kellően erőteljes a fellendülés, akkor a kockázatnak kitett szereplők más üzletágakban (pl. részvény, hitel stb.) kompenzálhatják a veszteségeiket. Emellett, ha az előretekintő iránymutatással az alkalmazkodást időben sikerül kitolni, akkor ez további mozgásteret ad a piaci szereplőknek ahhoz, hogy nagyobb makrogazdasági megrázkódtatás okozása nélkül feldolgozhatják a veszteségeiket.

Mindezek fényében a mostani, rendkívül alkalmazkodó monetáris politikát követő normalizálás dilemmát okoz a döntéshozók számára. Az elmúlt időszak hosszan tartó, alacsony hozamú környezetében a befektetők növelték a hosszabb lejáratú, magasabb hozamú, de kamatkockázatnak kitett kötvények arányát, és keresletet támasztottak az ilyen új kibocsátásoknak. A legtöbbben a pozíciók vállalásához jelentős mennyiségű alacsony kamatozású hitelt vettek fel, ami további erős transzmissziós csatorna a rövid kamatok változása és a hosszú hozamok kapcsolatában. Amikor például egy kamatemelési ciklus elején a rövid hozamok emelkedésére számítanak, akkor a hosszabb

1. ábra
Kötvényhozamok és kamatkockázat.
10 éves államkötvényhozamok* (bal oldali ábra), illetve az állampapír-portfólió értékének változása a hozamemelkedést követően, GDP százalékában (jobb oldali ábra)**



*Havi átlag.
 **Minden ország esetében az állampapírok becsült értékváltozása a GDP százalékában egy hipotetikus 300 bázispontos hozamemelkedést követően.
 Forrás: BIS számításai.

⁸ BIS (2013), 8. o.

1. keretes írás

A kötvények kamatérzékenysége

A kötvények és más fix kamatozású értékpapírok piaci árfolyamának változását a piaci kamatok változása függvényében a módosított durációval (MD) szokták jellemezni. Egy kötvény piaci árfolyama valójában az általa nyújtott pénzáramlások diszkontált jelenértéke. Ez a jelenérték mindig változik a piaci kamatok változásával, amit a diszkontálásban használunk. A változás mértéke azonban nem minden kötvényt érint egyformán: azonos piaci kamatváltozás érzékenyebben érinti a hosszabb lejáratú kötvényeket, illetve az alacsonyabb kamatot fizető a kötvényeket.

Például az US912828B667 ISIN azonosítójú, 2024. február 15-én lejáró, 100 000 000 dollár névértékű USA-államkötvény, amely évente kétszer fizet 2,75 százalékos kamatot (kupon), módosított durációja (MD) 8,4. Ez azt jelenti, hogy ha a piaci kamatok a 2014. május 20-án fennállt 2,48 százalékról 3,48 százalékra emelkednének, akkor a kötvény árfolyama 8,4 százalékkal esik. A kötvények jellemzőinek hatását a kamatérzékenységre egy, a fentihez hasonló kötvény paramétereinek változtatásán keresztül mutatjuk be az 1. táblázatban. Rendes időkbén egy kamatemelési ciklusban a hozamgörbe hosszabb lejáratúak kamatok kevésbé emelkednek, mint a rövid lejáratúak, ami mérskéli a kötvényportfólió értékvesztését; de az 1994-es példa azt mutatja, hogy bizonyos szituációkban nem kizárt a párhuzamos eltolódás.

1. táblázat

Egy hipotetikus kötvény kamatérzékenységének bemutatása

Kötvény	Lejárat (hátralévő, év)	Kamatszelvény (kupon, évente kétszer)	Módosított duráció (MD)*	100 dollár piaci értékű kötvény piaci értéke 100 bázispontos kamatemelkedés után
1.	10	2,75	-8,7	91,3
2.	10	5,0	-8,1	91,9
3.	10	10,0	-7,3	92,7
4.	20	2,75	-15,4	84,6
5.	30	2,75	-18,4	81,6

*A módosított duráció a kötvény árfolyamának százalékos változását mutatja 1 százalékos (100 bázispontos) kamatemelés hatására bekövetkezett, azonos mértékű párhuzamos hozamgörbe-eltolódás esetén.

A módosított duráció képlete, $MD = -\frac{D}{1 + \frac{r}{f}}$; ahol D a duráció, r a piaci hozam és f az évi kamatfizetések száma. A képletben

szereplő duráció, vagy Maculay-duráció a kötvény pénzáramlásainak (kamatok és a végső tőketörlesztés) diszkontált jelenértéke, súlyozva az egyes pénzáramlások esedékességének idejével. Képlettel: $D = \sum_{t=1}^n t_i \cdot \frac{PV_i}{V}$, ahol n az összes pénzáramlások száma, i az egyes pénzáramlások sorszáma, t az egyes pénzáramlásokig hátralévő idő évben, PV az egyes pénzáramlások jelenértéke és a V a pénzáramlások jelenértékének összege (ami a piaci árfolyam). A jelenérték számításában a piaci hozamot, r -t használjuk diszkonttényezőként. Egy c összegű, egy év múlva esedékes kamatszelvény jelenértéke, $PV = \frac{c}{1+r}$, ha r az éves kamat, a két év múlva esedékes kamatszelvény jelenértéke $PV = \frac{c}{(1+r)^2}$, ha a második évben is r a piaci kamát stb.

Megjegyzés: Az egyszerűség kedvéért nem vettük figyelembe, hogy a duráció csak közelítő becslést ad, mert a kamat és az árfolyam nemlineáris kapcsolatának csak lineáris közelítését adja. A gyakorlatban a konvexitással még módosul kissé az érzékenység pontos értéke, de az illusztráció szempontjából ez a különbség elhanyagolható.

papírokat eladják, hogy minimalizálják a kötvényeken elszenvedett tőkevesztéseiket. Ez szélsőséges, tömeges eladások esetében csődököt is okozhat az intézményi tőkepiaci szereplők körében, súlyosbítva a kötvénypiaci feszültségeket, ami végül a makrogazdasági fellendülés megtorpanásához vezethet.⁹

Ebben a megközelítésben az előretekinő iránymutatás szerepe és működési mechanizmusa eltér az előző szakaszban bemutatottól: az inflációs várakozások célra emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatokat, ugyanis az inflációs várakozások emelkedése csökkentené a meglévő kötvények

⁹ Ez a megközelítés eddig azért nem terjedt el széles körben, mert az eddig alkalmazott modellek figyelmen kívül hagyták a kötvénypiaci szereplők csődjének lehetőségét (sok esetben még pénzügyi változókat vagy pénzügyi közvetítőrendszert sem tartalmaznak). A közelmúltban azonban Feroli és munkatársai olyan modellt dolgoztak ki, amelyben egy kötvénypiaci szereplő egy kereskedelmi bankhoz hasonló módon csődbe mehet még akkor is, ha nem hitelből finanszírozta a portfólióját.

várt reálhozamát, és megnövelné az új kibocsátású kötvények hosszú hozamait a kötvénypiacokon, ami a meglévő kötvények eladási hullámához vezethet.¹⁰ A hozamemelkedés – különösen az olyan tőkepiacokra alapozott gazdaságokban, mint az USA vagy az Egyesült Királyság –, a vállalatok hitelhez jutásának költségének emelkedésén keresztül megnehezítené a kilábalást, szélsőséges esetben akár meg is hiúsíthatja azt.¹¹ Ezért ezen nézet szerint a Fed vagy a Bank of England döntéshozói az előretekinő iránymutatással nem az inflációs várakozásokat akarják emelni és ezzel a reálhozamokat csökkenteni, hanem a hosszú nominális hozamok emelkedésének ütemét szeretnék visszafogni, azáltal, hogy mérséklék a kamatvárakozásokra vonatkozó bizonytalanságot (lejáratú prémiumot), és ezzel megelőzni a kötvénypiacok túlzott reakcióját a kamatok normalizálódása során.

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 döntéseit, és részletesen bemutatja a mögöttük meghúzódó megfontolásokat. 2007-től kezdődően pedig 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 még inkább felértékelődött az előretekinő jegybanki kommunikáció szerepe.¹² 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 **előretekinő kommunikáció erősítésével és az elköteleződés** felé történő elmozdulással próbált meg további monetáris lazítást végrehajtani.

A Nyíltpiaci Bizottság ettől kezdve **időfüggő előretekinő iránymutatást** alkalmazott, ennek jegyében először a nulla közeli kamatszám 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 **nyílt végű időfüggő 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 az inflációs várakozások vagy kilátások engedik, továbbra is fenntartható 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 stratégiájától.¹³ Az inflációs várakozások horgonyozottságának feltételül szabása ugyanakkor azt az üzenetet közvetíti, hogy ez az eltérés csupán átmeneti lehet. Egy évvel később, 2013 decemberében, az előretekinő iránymutatásban előzetesen megfogalmazott munkanélküliségi küszöbértékhez közeledve Ben Bernanke, a Fed elnöke jelezte,

¹⁰ Ezt az érvelést korábban Jan A. Kregel fejtette ki Krugmannel szemben, aki hasonló módon, az inflációs várakozások megemelését javasolta a japán központi banknak a likviditási csapdából való kikerülés érdekében (Kregel, 2000). Jelenleg több közgazdász (Stein, 2013; Feroli et al., 2014) is olyan modell felépítésén dolgozik, amely a korábbi makromodelleknél kevesebb egyszerűsítő feltételezést tartalmaz, és képesek megmagyarázni a kötvénypiacok látszólag túlzott reagálását a kismértékű kamatemelésekre is. Ezekben a modellekben a kötvénypiaci áralakulást nagymértékben befolyásolják a jövőbeni hozamokkal kapcsolatos várakozások, és az ezeket befolyásoló hírekre a már piacon lévő összes kötvény átárazódik, így az új kibocsátásokat a már piacon lévő állományok árfolyamához viszonyítják.

¹¹ Ehhez kapcsolódóan kétféle kockázat van (Bernanke, 2013): ha túl sokáig tartják alacsonyan a jegybanki kamatokat, akkor további pénzügyi kockázatok épülhetnek fel, mert a hozamokra éhes befektetők még több hosszú lejáratú, de nagy kamatkockázatnak kitett kötvényt vásárolnak (Jeremy C. Stein munkássága alapján). A másik kockázat az, ha a hozamok emelkedésnek indulnak, mert akkor a korai hozamemelkedés meggátolja a kilábalást. Utóbbi többek között előretekinő iránymutatással lehet elkerülhető.

¹² A Fed a 2008-as pénzügyi válság kitörését megelőzően is alkalmazta az előretekinő iránymutatás eszközét, nevezetesen a 2004-es kamatemelési ciklus megkezdése során. Lásd az előző részben.

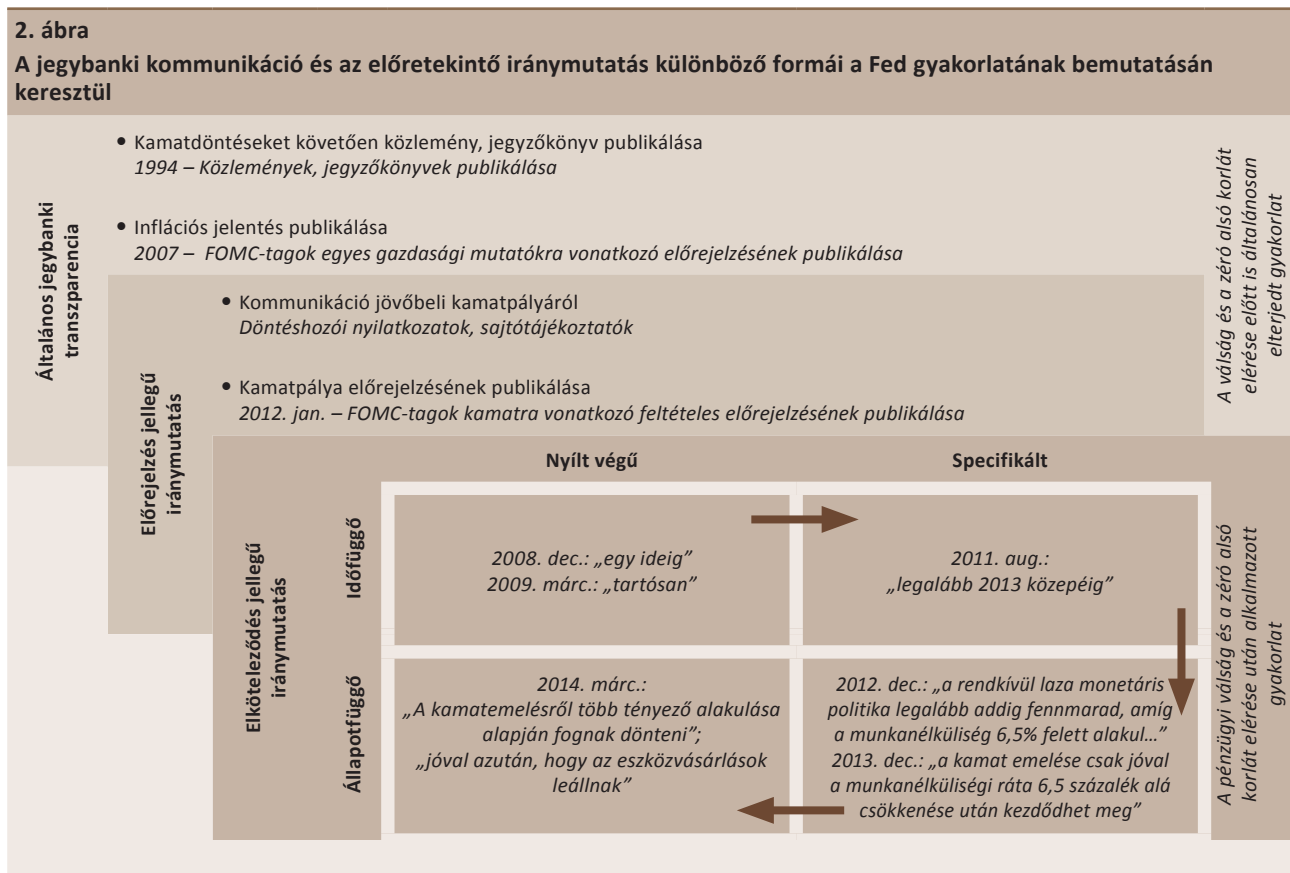
¹³ 2012 januárjában a Fed vezetése 2 százalékos explicit inflációs célt jelentett be. Az ekkor kiadott közlemény megerősítette, hogy a Fed továbbra is a kettős mandátum teljesítését, vagyis az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának.

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 alá süllyed, különösen akkor, ha a várható infláció hosszabb távon is 2 százalék alatt lesz. Ez nem jelentett érdemi változást a monetáris politika jövőbeli irányultságát illetően.

A Fed elnöki pozícióját 2014. február 1-jétől 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 alacsony szinten marad az után is, hogy az eszközvásárlásokat¹⁴ 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 – így az **állapotfüggő elköteleződés nyílt végűvé vált**.

Látható, hogy a Fed az elmúlt években az elköteleződés jellelű iránymutatás több típusát is alkalmazta (ld. 2. ábra), amely egyben rávilágít az iránymutatás nyújtásával kapcsolatos gyakorlati kihívásokra. Az időfüggő iránymutatás alkalmazása so-

rán a Fedet többször is érte az a kritika, hogy annak gyakori módosítása az FOMC tagjainak gazdasági helyzetértékelésének romlását jelzi, ami a gazdasági szereplőket – az elhúzódo nehézségeket látván – épp megtakarításaik további növelésére, és nem kiadásaik előrehozására ösztönözhet. Ezen problémát kívánta orvosolni az állapotfüggő elköteleződés alkalmazása, de az is csak egy-egy kiválasztott változó kitüntetett értékéhez kapcsolódóan nyújtott iránymutatást. Egyrészt kihívást jelentett a megfelelő indikátor megválasztása (GDP-növekedés, munkanélküliségi ráta, különböző munkapiaci indikátorok), másrészt a Fed az indikátor kiválasztását követően is szembesült a problémával, hogy a kiválasztott változó nem megfelelően jelzi a gazdaság kapacitáskihasználtságát. Ennek kapcsán többben – 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, aminek kommunikációja a Fed számára a közelmúltban az egyik legnagyobb kihívást jelenti.



¹⁴ A Fed 2013 decemberében kezdte meg az eszközvásárlások havi összegének csökkentését. 2013. december és 2014. május között 85 milliárd dollárról 45 milliárd dollárra csökkentette a havi keretösszeget.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK ÁLTAL ALKALMAZOTT ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS

2013. július óta az Európai Központi Bank (EKB) Kormányzótanácsa előretekintő iránymutatást ad az EKB irányadó kamatok jövőbeli pályájáról az inflációs kilátások alapján. Az előretekintő iránymutatás használata érdemi váltást jelent az EKB kommunikációjában, mivel az már nemcsak a gazdasági kilátásokra és a kockázatokra vonatkozik, hanem azok alapján a monetáris politika jövőbeli irányultságáról ad jelzést. A bejelentés kiváltó oka az volt, hogy a fejlett országok jegybankjainak mennyiségi lazító intézkedéseivel kapcsolatos bejelentések miatt május végétől érdemben megnövekedett a pénzpiacokon a volatilitás, és a hozamgörbe meredeksége és hosszabb fele jelentősen emelkedett. A megnövekedett pénzpiaci volatilitás azt jelezte, hogy az EKB kamataira vonatkozó jövőbeli várakozások túlságosan érzékenyvé váltak olyan sokkokra, amelyek nem az európai gazdasági feltételektől függöttek, hanem a pénzpiaci fejleményektől és az azokhoz kapcsolódó bizonytalanságoktól. Mindezek pedig a monetáris politika irányultságának szigorodása felé mutattak annak ellenére, hogy 2013 májusában az EKB csökkentette az irányadó rátát.

Ezen folyamatokra válaszul, a monetáris politika hatékonyságának növelése érdekében az EKB először 2013 júliusában nyújtott előretekintő iránymutatást, mely szerint „az irányadó kamat huzamosabb ideig a jelenlegi szinten marad, vagy tovább csökkenhet”. Az iránymutatás fenntartása mellett 2013 novemberében csökkentették az irányadó rátát, majd 2014 januárjában és februárjában megerősítették a korábbi iránymutatást. Az EKB a márciusi ülését követően kiemelt néhány változót, amelyek szerepet játszhatnak a monetáris politika jövőbeli irányultságának meghatározásában (pl. kihasználatlan kapacitások). Mindezek alapján a korábbi csoportosítás alapján az EKB iránymutatása először nyílt végű időfüggő, majd nyílt végű állapotfüggő iránymutatásnak tekinthető.

Az EKB előretekintő iránymutatásának több célja van. Egyrészt a zéró nominális alsó korlát elérése után igyekeztek lazítani a monetáris kondíciókon azáltal, hogy elköteleződtek az irányadó ráta tartósan alacsony szinten tartása mellett. Az elköteleződés szerint hosszabb ideig tartják alacsony szinten az irányadó rátát, mint az várható lenne az EKB korábbi magatartása (reakciófüggvénye) alapján. Ezáltal a várakozási csatornán keresztül igyekeztek csökkenteni a hosszú kamatokot. Másrészt az irányadó rátára vonatkozó előretekintő iránymutatás segítheti a pénzpiaci volatilitás csökkenését, melynek a monetáris politika hatékonyságának javítása a célja.

Ugyanakkor az EKB által alkalmazott előretekintő iránymutatást számos kritika érte, ami hozzájárulhatott az eszköz mérsékelt hatékonyságú működéséhez. A nyílt végű időfüggő iránymutatással ugyan az EKB kellő mértékű rugalmasságot biztosított magának a meghirdetett stratégiától való eltérésre; másrészt viszont túl kevés információt nyújtott az elköteleződés mértékéről, ami jelentősen gyengítette a kommunikációs eszköz hatékonyságát és mérsékelte a szándékolt hatás elérését. Hasonló korlátokba ütközött a később alkalmazott iránymutatás is, amely annak ellenére, hogy (nyílt végű) állapotfüggő, nem adott többletinformációt a monetáris politika reakciófüggvényének pontos megváltozásáról; azaz a vizsgált változókról, küszöbértékekről és a monetáris politikai irányultság jövőbeli megváltozásának kiváltó tényezőiről.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁSSAL KAPCSOLATOS TAPASZTALATOK

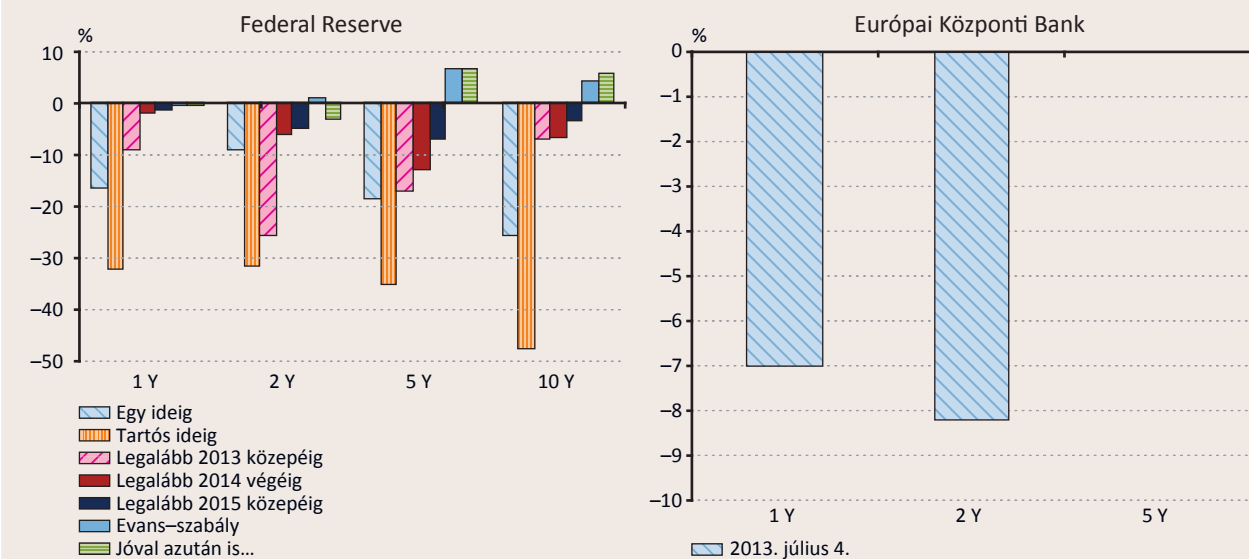
A BIS 2014. márciusi negyedéves szemléjének kiemelt témája (Filardo–Hofman, 2014) az EKB, a Bank of England, a Bank of Japan, valamint a Fed által az utóbbi időben alkalmazott előretekintő iránymutatás hatékonyságát vizsgálta meg. Az irányadó kamat pályájára vonatkozó előretekintő iránymutatás három csatornán keresztül gyakorolhat hatást a pénzpiacokra és a gazdasági folyamatokra.

Az első csatorna esetében az elméleti megfontolások alapján az előretekintő iránymutatás befolyásolhatja a jövőbeli várt rövid kamatokot és a hosszú távú kötvényhozamokat egyaránt. Az eredmények alapján az iránymutatásnak volt ugyan némi hatása a rövid távú kamatok és a hosszú távú kötvényhozamok jövőbeli pályájával kapcsolatos várakozásokra (kamatpályára vonatkozó várakozási komponens), a hatás azonban jegybankként, időben és az alkalmazott iránymutatás módjának függvényében is változó volt (3. ábra). Az Egyesült Államok esetében például a legtöbb bejelentés esetében csökkentek a rövid és hosszú távú várt hozamok. A Fed esetében az is megállapítható, hogy a kvalitatív¹⁵ előretekintő iránymutatással kapcsolatos bejelentéseknek volt a legnagyobb hatásuk, fontos azonban megjegyezni, hogy ezekben az esetekben az aktuális alapkamat-csökkentések, illetve eszközvásárlások bejelentésének hatásai is megjelenhetnek. Az elköteleződés jellegű, időfüggő iránymutatás esetében a piaci hatások az idő előrehaladtával csökkentek. Az állapotfüggő iránymutatással kapcsolatos bejelentéseknek nem volt érzékelhető hatásuk, sőt, a hosszabb hozamokra gyakorolt hatás kifejezetten kedvezőtlen volt. Ennek hátterében az állhat, hogy a Fed által adott állapotfüggő elköteleződések a jegybanki reakciófügg-

¹⁵ A tanulmány csoportosítása szerint az az iránymutatás számít kvalitatívnak, amely nem ad részletes kvantitatív információt az irányadó ráta jövőbeli pályájáról vagy érvényességének időhorizontjáról (pl. „az alapkamat hosszabb ideig a jelenlegi szinten marad”). A mi csoportosításunk szerint ez a nyílt végű iránymutatásnak feleltethető meg.

3. ábra

Az előretekintő iránymutatás bejelentésének hatása a három hónapos bankközi és az államkötvény-hozamokra



Megjegyzés: A bemutatott értékek az előretekintő iránymutatás bejelentési napi záró értékének és az előző napi záró értéknek a különbsége. A Federal Reserve esetében a 3 hónapos euro-dollár-hozamok és a 10 éves nominális kötvényhozamok vannak ábrázolva; az EKB esetében a 3 hónapos Euribor futures hozamok.

Forrás: Bloomberg, BIS számításai.

vény megváltozását jelentik, ami hosszabb távon kedvezőtlenül érintheti a kiszámíthatóságot, vagy veszélyeztetheti az inflációs várakozások horgonyozottságát (lásd 2. keretes írás). Azonban ezekben az esetekben is figyelembe kell venni az eszközvásárlásokkal kapcsolatos bejelentések párhuzamos hatásait. A BIS tanulmánya szerint az Európai Központi Bank 2013 júliusában adott előretekintő iránymutatásának bejelentése az egy- és kétéves futures kamatok körülbelül 7, illetve 8 bázisponttal tudta csökkenteni. Ugyanakkor az EKB tanulmánya (ECB, 2014) alapján az iránymutatás bejelentését követő időszakban ideiglenesen folytatódott a hosszabb kamatok emelkedése, de a Fed mennyiségi lazításával kapcsolatos bejelentések lecsengésével újra csökkentek a hosszú kamatok, és végül 2013. május eleji szintre sikerült mérsékelni az öt éves hozamokat.

Általánosságban elmondható, hogy az előretekintő iránymutatásnak volt azonnali hatása a várt futures hozamokra, a hatás azonban időben változott. Emellett az ilyen típusú esettanulmányok számos tényezővel nem számolnak, például az idővel csökkenő hatás magyarázható azzal, hogy a piaci szereplők számára egyre inkább kiszámíthatóbbá válhatott a jegybankok viselkedése. Továbbá nem kontrolláltak olyan eseményekre, amelyeknek hatása lehetett a futures kamatokra (pl. eszközvásárlások bejelentése), így ebből nem célszerű messzemenő következtetéseket levonni.

A második csatornán keresztül az előretekintő iránymutatásnak csökkentenie kellene az alapkamat jövőbeli pályájára vonatkozó várakozások volatilitását, mivel az eszköz arra vonatkozóan nyújt információtöbbletet. Az eredmények alapján a rövid távú

várakozások volatilitása csökkent, a hosszabb távra vonatkozó várakozásoké azonban csak kismértékben mérséklődött. Ez arra utalhat, hogy a piaci várakozások szerint az egyes jegybankok által az alapkamatra vonatkozó előretekintő iránymutatás alkalmazása csak korlátozott ideig tartó elköteleződést jelent. Ugyanakkor az EKB saját számításai szerint a júliusi iránymutatás sikeresen csökkentette a jövőbeli rövid kamatok körüli piaci bizonytalanságot.

Végül azt is érdemes tanulmányozni, hogy az előretekintő iránymutatás hogyan befolyásolja a pénzügyi változók érzékenységét különböző gazdasági hírekre. Az Egyesült Államok tapasztalatai azt mutatják, hogy a pénzügyi piacok másként reagálnak az állapotfüggő elköteleződésben szereplő indikátorokkal kapcsolatos információkra az iránymutatás mellett. Intuíció alapján hatékony állapotfüggő iránymutatás esetén a piaci kamatoknak nem lenne szabad (túl) érzékenyen reagálnia olyan hírekre, amelyek kevésbé jelentősek a jegybank céljának szempontjából, vagy éppen megerősítik a jegybank helyzetértékelését. A Fed esetében az volt tapasztalható, hogy az egyéves futures hozamok kevésbé érzékenyen reagáltak egyes munkapiaci hírekre. Ugyanakkor ez a kapcsolat időben változik, és ahogy közeledik az indikátor az iránymutatásban szereplő küszöbértékhez, úgy nő a kamat futures-ök volatilitása is. Az EKB tapasztalatai azt mutatják, hogy az előretekintő iránymutatás alkalmazása segítette függetleníteni az európai pénzügyi folyamatokat a Fed taperinggel kapcsolatos kommunikációjától. Ez abból látszik, hogy amikor a Fed elkezdett kommunikálni az eszközvásárlások mennyiségének csökkentéséről („tapering talk”) – ekkor az EKB még nem alkalmazott iránymutatást –, akkor az amerikai mel-

2. keretes írás

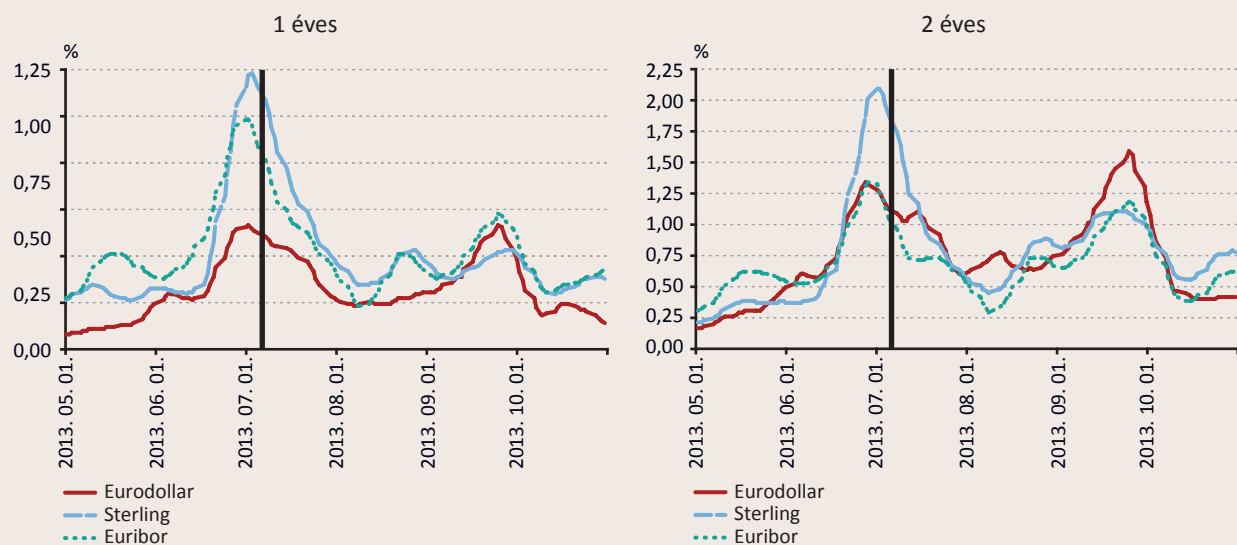
Az előretekintő iránymutatás és a hozamgörbe különböző komponenseinek kapcsolata

Az első csatornához kapcsolódóan szem előtt kell tartani, hogy a pénzügyi piacokon kialakuló (hosszú) hozamok jegybanki és gazdaságpolitikai szempontból kiemelt jelentőségűek, mivel azok információt nyújtanak a piaci várakozások, a kockázati megítélés és a monetáris kondíciók alakulásáról. A pénzügyi szakirodalom szerint a piacon kialakuló hozamszintet két tényező határozza meg: a kamatpályára vonatkozó piaci várakozás és a lejáratú prémium. Az előretekintő iránymutatás mindkét tényező alakulását befolyásolhatja. A várt hozamszintre az előretekintő iránymutatás azon a csatornán keresztül lehet hatással, hogy információt nyújt a jegybank várható kamatpolitikájáról, az azt befolyásoló tényezőkről (makrogazdasági helyzetértékelésről) és az erre adott lépésekről (jegybanki reakciófüggvény). A lejáratú prémium is két további tényezőcsoportra bontható tovább: a hozamvárakozások bizonytalanságához kapcsolódó komponensre, illetve likviditási és strukturális tényezőkre. A kettő közül az előretekintő iránymutatásnak a hozamvárakozások bizonytalanságának mérséklésében van szerepe, mivel a transzparens jegybanki kommunikáció – a várt hozam közvetlen befolyásolása mellett – a jegybanki reakciófüggvény kiszámíthatóságának növelésén keresztül csökkentheti a lejáratú prémiumot.

A pénzügyi válság kitörését követően ennek jelentősége megemelkedett, ugyanis a gazdasági folyamatokról érkező információkra adható jegybanki reakciók is nehezebben kiszámíthatók, ami a lejáratú prémium emelkedéséhez vezet. Az előretekintő iránymutatás – a legvalószínűbb forgatókönyv szerinti alappálya befolyásolása mellett – ezt a fajta bizonytalanságot kívánja csökkenteni, illetve a kiszámíthatóságot növelni (Horváth et al., 2014).

Az előretekintő iránymutatás hatása eltérő lehet attól függően, hogy milyen fajta bizonytalanságot csökkent. Amennyiben a kommunikáció a reakciófüggvénnyel és a jövőbeli várt kamatpályával kapcsolatos bizonytalanságot csökkenti, akkor a lejáratú prémium komponens csökken, és elsősorban a rövid hozamok mérséklődését okozza, míg a hosszabb hozamok kisebb mértékben ugyan, de szintén lejjebb tolódhatnak – ebben az esetben a hatás viszont kevésbé egyértelmű. Amennyiben az előretekintő iránymutatás a jegybanki reakciófüggvény megváltozásáról nyújt információt, akkor a kamatpályára vonatkozó piaci várakozás változik meg, és ennek megfelelően tolódnak lejjebb a hozamok. Elsősorban ez is a rövid hozamok mérséklődéséhez vezet, nagyobb azonban a valószínűsége a hosszú hozamok emelkedésének, amit a reakciófüggvény gyakori változtatásához kötődő bizonytalanság vagy az inflációs várakozások horgonyzottságának sérülése okozhat.

4. ábra
A három hónapos bankközi kamat volatilitása 2013-ban



Megjegyzés: A függőleges vonal 2013. július 4-ét jelzi, amikor az EKB nyílt végű időfüggő iránymutatást adott.
Forrás: Bloomberg, BIS számításai.

lett az európai bankközi kamatok volatilitása is jelentősen megnövekedett. Ezzel szemben a nyár végén – ekkor az EKB már adott előretekintő iránymutatást –, amikor az amerikai bankközi kamatok volatilitása ismét emelkedett, azzal egyidejűleg az európai bankközi kamatok volatilitása csak mérsékeltebben növekedett (ugyanaz elmondható az angol bankközi kamatok viselkedéséről) (4. ábra). Emellett az EKB saját számításai is azt mutatják, hogy az előretekintő iránymutatás bejelentését követően a pénzpiaci hozamok érzékenysége csökkent a beérkező adatokra és azon információkra, amelyek kevésbé kötődtek az eurozóna kilátásaihoz.

KONKLÚZIÓK

A fellendülés folytatódása mellett a válság utáni időszak egyik kérdése, hogy az előretekintő iránymutatás gyakorlata vajon a monetáris politikai eszközrendszer része marad-e. Egyes vélemények szerint a növekvő transzparencia csupán a válság előtt megkezdődött trend folytatásának tekinthető, amely az elmúlt időszakban felgyorsult és nagyobb figyelmet kapott. Más megközelítés szerint az előretekintő iránymutatás elmúlt időszakban alkalmazott formái a válság alatt alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszköztár részét jelentik, amelyek bevetésére normális gazdasági körülmények között nem lesz szükség. A nemzetközi tapasztalatok és vizsgálódásaink alapján látható, hogy a válság során az előretekintő iránymutatás aktívan használt kommunikációs eszközzé és a monetáris politikai eszköztár szerves részévé vált. Bár a válságot és a nulla alsó korlát enyhülését követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de az utóbbi évek tapasztalatai alapján az eszköz javította a monetáris politika hatékonyságát, így várhatóan a jövőben is a monetáris politikai eszköztár része marad.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- BANK OF ENGLAND (2013): *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, August. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf>.
- BERNANKE, BEN (2013): Long term interest rates. *Annual Monetary/Macroeconomics Conference: The Past and Future of Monetary Policy*, March. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130301a.htm>.
- BIS (2013): Making the most of borrowed time. *Annual Report*, 2012/2013, 83rd. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e1.pdf>.
- ECB (2014): The ECB's forward guidance. *Monthly Bulletin*, p. 65-73, April. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf>.
- FEROLI, MICHAEL–ANIL K KASHYAP–KERMIT SCHOENHOLTZ–HYUN SONG SHIN (2014): *Market Tantrums and Monetary Policy*, Paper prepared for the 2014 US Monetary Policy Forum.
- FILARDO, ANDREW–HOFMAN, BORIS (2014): Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*, March. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf.
- FRIEDMAN, CHARLES–LAXTON, DOUGLAS (2009): Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability. *IMF Working Paper*, WP/09/262.
- HORVÁTH DÁNIEL–KÁLMÁN PÉTER–KOCIS ZALÁN–LIGETI IMRE (2014): Milyen tényezők mozgatják a hozamgörbét?. *MNB-szemle*, március.
- KREGEL, JAN A. (2000): Krugman on the Liquidity Trap: Why Inflation Won't Bring Recovery in Japan. *Working Paper*, No. 298, March. Levy Economics Institute of Bard College.
- PLOSSER, CHARLES I. (2013): *Forward Guidance. Presented to the Stanford Institute for Economic Policy Research's (SIEPR) Associates Meeting, Stanford, Ca.*
- STEIN, JEREMY C. (2013): *Research on the monetary transmission mechanism, at the „Banking, Liquidity and Monetary Policy”, a Symposium sponsored by the Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, 26 September.*
- TURNER, PHILLIP (2013): The benign neglect of the long term interest rates. *BIS Working Paper*, No. 403.
- WOODFORD, MICHAEL (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.*