

# Lehmann Kristóf: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai\*,<sup>1</sup>

*A cikk áttekinti a nemkonvencionális jegybanki eszközök használatának nemzetközi tapasztalatait. Nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök a hagyományos kamatpolitikánál hatásosabban lehetnek a monetáris politikai célok elérésében.*

## BEVEZETÉS

A pénzügyi válság során alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszközök végső célja – hasonlóan a jegybankok eredeti céljához – az árstabilitás elérése vagy fenntartása (több esetben a defláció elkerülése), illetve a pénzügyi közvetítőrendszer összeomlásának megakadályozása, és ezen keresztül a gazdasági visszaesés mértékének csökkentése. A nemkonvencionális eszközök tehát a monetáris politika főbb célkitűzéseit támogató eszközökként értelmezhetők. Alkalmazásuk akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközök-nél a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök eredményesebbek lehetnek.

Két helyzetet különböztethetünk meg, amikor ezen eszközök alkalmazása indokolt lehet. Egyrészt, a válság során a fejlett országok egy része nulla közelébe csökkentette irányadó kamatát („zero lower bound”), így további monetáris lazításra csak alternatív eszközökkel nyílt lehetőség. Ebben az esetben a nemkonvencionális eszközök gyakorlatilag **felváltják, helyettesítik** a hatékonyságukat elvesztő konvencionális eszközöket.

A másik esetben a nemkonvencionális eszközök a monetáris transzmisszióban fontos szerepet betöltő valamely pénzügyi piac alacsony likviditásában, indokolatlan felárakban jelentkező zavarait próbálják meg enyhíteni. Ekkor a nemkonvencionális eszközök a transzmisszió helyreállításá-

val **kiegésítik** a monetáris politikát, így alkalmazásuk nullánál magasabb kamat mellett is indokolt lehet.

## A NEMKONVENCIONÁLIS ESZKÖZÖK TÍPUSAI

A nemkonvencionális eszközök céljai és a hozamokra való hatásuk szerint két csoportba sorolhatók (1. ábra).

Az eszközök egyik csoportjának célja a **kockázatmentes hozamgörbe mérséklése**, laposítása. Idetartoznak azok a jegybanki likviditásnyújtó intézkedések, amelyekben a jegybank fix kamat mellett nyújt fedezett hitelt a pénzügyi szektor szereplőinek. A kamatvárakozásokon keresztül a hozamgörbe laposításának célját szolgálja az alacsony jegybanki kamat huzamosabb tartására vonatkozó jegybanki elköteleződés, vagyis a kamatemelési várakozások mérséklése is.<sup>2</sup> A hosszú lejáratú kockázatmentes hozam a várt kamaton felül lejáratí prémiumot tartalmazhat, amit hosszú lejáratú állampapírok vásárlásával lehet mérsékelni. A hozamgörbe hosszabb vége befolyásolásának szándékával kifejezetten azon országok jegybankjai éltek, amelyek számára a nulla közelében lévő rövid kamatszint miatt csak a hosszú hozamok mérséklése jelenthetett érdemi monetáris impulzust (pl. az angol jegybank, a japán jegybank, a Fed<sup>3</sup>).

Az intézkedések másik csoportja valamelyik hitelpiacon megjelenő **hitelkockázati prémium (kockázati felár) mérséklését** tűzte ki célul. Idetartozik a vállalati hitelkockázatot mérséklő vállalatikötvény-vásárlás, a bizalomhiány

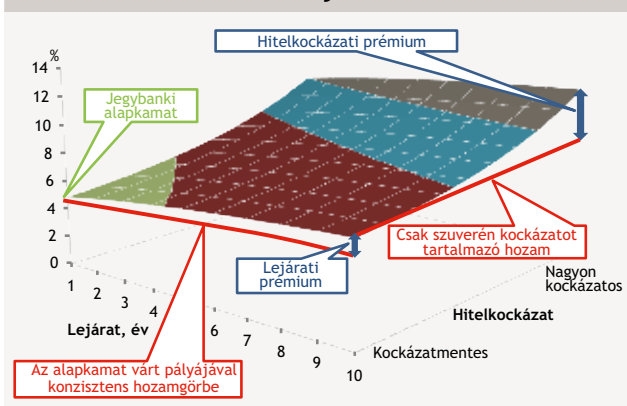
\* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

<sup>1</sup> Jelen cikk a KREKÓ JUDIT–BALOGH CSABA–LEHMANN KRISTÓF–MÁTRAI RÓBERT–PULAI GYÖRGY–VONNÁK BALÁZS (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100. című háttér tanulmány alapján készült.

<sup>2</sup> Az extrém alacsony kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartására irányuló ígéretet tett pl. a Fed, az angol, a japán, a kanadai és a svéd jegybank.

<sup>3</sup> A leggyakrabban említett fejlett piaci jegybankokra teljes nevük helyett elterjedt rövidítésükkel hivatkozunk: Fed (Federal Reserve System, ill. Federal Reserve Bank of New York, az USA jegybankja), EKB (Eurosystem, ill. Európai Központi Bank).

**1. ábra**  
A kamattranszmisszió lejáratú és kockázati szerkezetének stilizált ábrája



következtében megugrott bankközi piaci hozamokat mérsékelni hivatott likviditásnyújtó intézkedések, valamint ebbe a csoportba sorolható az állampapír-vásárlás, ha annak célja az indokoltnál magasabb szuverén kockázati felár mérséklése (pl.: az EKB esetében).

A beavatkozás módja szerint három csoportba sorolhatóak az alkalmazott eszközök.

A banki likviditásnyújtó, refinanszírozási ügyletek első sorban a likviditási feszültségek enyhítésében, a hitelezési képesség javításában, a forrásköltség csökkentésében lehetnek eredményesek. Akkor, ha a bankok forrásszerzési nehézségekkel küszködnek, a banki forrásköltség túl magas a jegybank irányadó kamatahoz képest, vagy a bankok mérlegében túl sok eszköz válik illikviddé. Az eszközcsoport azonban hatástalan abban az esetben, ha a banki hitelezést elsősorban a rossz tőkehelyzet korlátozza, illetve ha a hitelkínálat egyéb okokból, például a mérlegek leépítésének hosszabb távú szándéka miatt, vagy a bankok kockázatkerülésének nagyfokú erősödése miatt szűkül. A Lehman Brothers csődje utáni piaci pánik idején, amikor a bankközi piacok kiszáradtak, sok fejlett és feltörekvő piaci jegybank alkalmazott likviditási feszültségeket enyhítő eszközöket. Az eszközcsoport leggyakrabban alkalmazott eszközei az elfogadható fedezeti körülmények enyhítése, a tartalékszabályok módosítása, hazai valutában vagy devizában nyújtott hiteleszközök, hosszabb futamidejű fedezett hiteleszközök. A banki likviditásnyújtó intézkedések a jegybank számára kevésbé kockázatosak,<sup>4</sup> egyszersmind a legsúlyosabb körülmények – a likviditás szűkössége – esetén eredményt hozó intézkedések. Általános kockázata az erkölcsi kocká-

zat (moral hazard)<sup>5</sup>, a piackiszorítás, a beavatkozás bizonytalan lezárása (exit stratégia).

A közvetlen hitelpiaci beavatkozások (vállalati értékpapír- és jelzáloglevél-vásárlás, közvetlen hitelnyújtás) esetén a jegybank közvetlen kapcsolatba kerül a magánszektorral, felvállalja annak hitelkockázatát, így közvetlenül tud hatni a kockázati felárra. A közvetlen beavatkozások a közvetettelnél eredményesebbek lehetnek, ha a nem banki instrumentumok (pl. vállalati kötvények) jelentős szerepet töltenek be a magánszektor finanszírozásában, illetve ha a pénzügyi közvetítőrendszer strukturális, monetáris politikai eszközökkel nem enyhíthető problémái a bankrendszer kikerülését indokolják. A közvetlen hitelpiaci beavatkozások jelentősebb kockázatnak teszik ki a jegybankot. Egyrészt a jegybank mérlegébe bekerülő hitelkockázat jegybanki veszteséghez, így végső soron fiskális költséghez vezethet. Ez a többletkockázat előzetes megállapodást tehet indokolttá a kormány és a jegybank közötti veszteségmegosztásról – a jegybanki hitelesség megőrzése érdekében. Másrészt a beavatkozások nem szándékolt szektorális, illetve vállalatméret szerinti torzítást, és így nem hatékony forrásallokációt eredményezhetnek. Az eszközcsoportot érdemben csak néhány fejlett ország jegybankja alkalmazta. Ezt részben az magyarázza, hogy kevés országban áll rendelkezésre fejlett értékpapírpiac (1. táblázat), amelyen keresztül hatékonyan és érdemben hatni lehet a magán-

**1. táblázat**  
A magánszektorban nyújtott banki hitelek aránya és a tőkepiaci kapitalizáció a GDP arányában

	A magánszektorban nyújtott banki hitelek a GDP arányában (%)	Tőkepiaci kapitalizáció a GDP arányában (%)
	2008	2008
Ausztria	130,7	17,4
Németország	126,3	30,5
Magyarország	80,3	12,0
Ausztrália	143,7	65,0
Egyesült Királyság	211,7	69,7
Kanada	178,1	66,9
USA	220,8	82,1
Japán	299,6	66,0
Dél-Korea	109,4	53,1
Izrael	90,1	66,5

Forrás: Világbank.

<sup>4</sup> Általában az idetartozó eszközök fedezett hitelt jelentenek, így akkor jelentenek jegybanki veszteséget, ha a partner is bedől és a fedezet is elveszti az értékét.

<sup>5</sup> Az erkölcsi kockázat lényege, hogy a piaci szereplők a veszteségek megosztására, külső segítségnyújtásra számítanak, ezért döntéseik kevésbé lesznek óvatosak vagy kockázatkerülők.

szektor hitelkondícióira. Másrészt a jegybank által vállalt hitelkockázat és esetleges fiskális költségek miatt a lépéseket jellemzően a nagy hitelességgel rendelkező jegybankok alkalmazzák.

Végül az eszközök harmadik csoportjába a nagy volumenű állampapír-vásárlások tartoznak. **Állampapír-vásárlásokat** jellemzően a nulla kamatszintet elérő, nagy hitelességű jegybankok alkalmaztak, hogy a hosszabb lejáratú kockázatmentes hozamok mérséklésén és a gazdaságban lévő pénzmennyiség növelésén keresztül az aggregált keresletet élénkítsék, és csökkentsék a defláció kockázatát. Az EKB állampapír-vásárlásait ezzel szemben néhány kockázatosabb eurozóna-tagország hozamfelárának drasztikus emelkedése, túllövése motiválta. A cél ez esetben az állampapírpiac likviditási feszültségének enyhítése, a monetáris transzmisszió helyreállítása, az önbeteljesítő szuverén válság elkerülése volt.

A nagy volumenű állampapír-vásárlás kockázatos eszköz. A nemkonvencionális eszközökön belül az állampapír-vásárlás esetében merül fel leginkább az inflációs célkövetéssel, vagy általánosságban az árstabilitást elsődleges célként megfogalmazó, független jegybanki szereppel való összeegyeztethetőség problémája. Nem egyértelmű a likviditási vagy transzmissziós célok szolgálata és a monetáris finanszírozás közötti határvonal sem. Annak érdekében, hogy a piac ne adósságfinanszírozásnak ítélje, a jegybankok alapvetően a másodpiacon avatkoznak be. Ha azonban egy jegybank folyamatosan nagy volumenben vásárol állampapírokat, akkor a másodpiaci beavatkozás esetében is elmosódhat a határvonal a transzmissziós célok és a monetáris finanszírozás között.

Az állampapír-vásárlás – az államháztartás finanszírozási költségeinek csökkentése révén – késleltetheti az esetlegesen szükséges fiskális kiigazítást. Mindez kedvezőtlen esetben a fiskális hatóságokba és a monetáris politika függetlenségébe vetett bizalmat is alááshatja. A sikeres alkalmazáshoz – mind a makrogazdasági stabilizációs céllal, mind az állampapír-piaci turbulenciák idején alkalmazott vásárlások esetében – alapvető feltétel a hiteles monetáris és fiskális politika, az alacsony országgkockázat. Nem hiteles esetben – amennyiben a befektetők várakozásaiban dominánsá válik a monetáris finanszírozástól való félelem – az állampapír-vásárlás végső soron az inflációs várakozások túlzott mértékű emelkedését, és így a szándékoktól eltérően, az állampapírhozamok emelkedését is eredményezheti.

## ELMÉLETI MODELLEK

A nemkonvencionális eszközök elméleti modelljeinek középpontjában a pénzügyi sűrűlódások állnak. Gertler-Karádi (2011) modelljében a jegybanki beavatkozás azért eredményez jóléti nyereséget, mert a pénzügyi közvetítőkkel szemben az állam korlátlanul tud olcsóbb forrást bevonni kockázatmentes állampapírok kibocsátásával. A jegybanki hitelezés hatékonysági veszteséget jelent a pénzügyi közvetítőrendszerhez képest, ez utóbbi azonban válság idején különösen erős forrásbevonási korlátokkal szembesül, ami érdemben növeli a jegybanki beavatkozás nettó nyereségét. A nemkonvencionális eszközöket tehát csak válság esetén érdemes alkalmazni, mivel a pénzügyi közvetítőrendszer és a gazdasági aktivitás helyreállása után a nettó hasznok eltűnnek. Ebben a modellben a beavatkozásnak – mivel a pénzügyi zavarok indokolják – nemcsak zéró alapkamat mellett van értelme, de zéró alapkamat mellett a beavatkozás várható nyeresége nagyobb. Fontos eleme a modellnek, hogy a jóléti nyereség realizálásához csak alacsony országgkockázat esetén nyílik lehetőség.

Curdia-Woodford (2010a, 2010b) pénzügyi közvetítőrendszerrel kiegészített új-keynesi modelljében a pénzügyi sűrűlódások forrása a bankok és a hitelfelvevők közötti aszimmetrikus információ, ami költségessé teszi a hitelezést, a betéti és hitelkamatok közötti felárak megemelkednek. Gertler-Karádi (2011) modelljéhez hasonlóan a nemkonvencionális beavatkozás csak a pénzügyi közvetítőrendszer zavarára, azaz pénzügyi válság idején eredményez jóléti nyereséget, amikor a pénzügyi közvetítés költségei drasztikusan nőnek.

## NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

A világ nagy jegybankjai számos nemkonvencionális eszközt vetettek be a 2008-as válság idején a pénzügyi zavarok enyhítése és az árstabilitás fenntartása érdekében. Az eszközök értékelése során módszertani problémát jelent, hogy nem oldható meg egyértelműen az eszközvásárlások piaci hatásainak elkülönítése a többi likviditásfokozó vagy egyéb monetáris eszközök, illetve a piaci folyamatok hatásaitól, valamint, hogy nincs jól meghatározható alternatív forgatókönyv, amelyhez viszonyítani lehetne a nemkonvencionális eszközök sikerét. Mindezek ellenére számos tanulmány és kutatás tett kísérletet a programok vagy programcsoportok hatásainak számszerűsítésére.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Az alkalmazott eszközök között regressziók, ökonometriai modellek (VAR, GARCH-M, hibakorrekciós modell, késleltetett eredményváltozójú modell), DSGE-modellek, valamint esettanulmányok szerepeltek.

## Fejlett országok

A legtöbb empirikus vizsgálat a pénzügyi piacokra gyakorolt hatásokat, azon belül is kiemelten az érintett eszközök hozamára (a lejáratú prémiumra, kockázati felárakra) vagy mennyiségi elemekre (piaci forgalom, hitelkínálat) gyakorolt hatást vizsgálta. A tanulmányok többsége a nemkonvencionális eszközök mindhárom típusa esetén hangsúlyozza a programok eredményességét a monetáris és a pénzügyi kondíciók enyhítésében, a likviditási helyzet javításában.

Klyuev et al. (2009) szerint jellemzően abban a piaci szegmensben, ahol a beavatkozás történt, csökkent a piaci pánik. Ezzel összhangban a pénzügyi stresszindikátorok közel a Lehman-csőd előtti szintre csökkentek, mérséklődtek a kockázati felárak. A hitelezésre, illetve az aggregált keresletre gyakorolt hatásra vonatkozóan jóval kevesebb becslés született, ezek azonban jelentős, pozitív makrogazdasági hatást mutattak ki: az eszközök nélkül a hitelezés és a GDP visszaesése is nagyobb lett volna, bár a hitelezés és a gazdaság növekedési pályára állítását az eszközök nem tudták elérni (Klyuev et al., 2009). A központi bankoknak limitált a szerepük a kereskedelmi bankok tőkeszükségletének elősegítésében. Annak ellenére, hogy a válság alatt számos bank hajtott végre tőkeemelést és ezáltal sikerült stabilizálni a bankrendszert, az emelések után sem állt rendelkezésre elegendő tőke a kielégítő hitelezés és a gazdasági fellendülés érdemi elindításához. A reálgazdasági eredmény tehát inkább abban az értelemben mutatható ki, hogy mennyivel lett volna nagyobb a visszaesés a programok alkalmazása nélkül. Az eddig egyetlen teljesen befejezett programnak tekinthető japán példa is azt mutatja, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer strukturális problémái<sup>7</sup> esetén a nemkonvencionális eszközök csak korlátozott eredmények elérésére lehetnek képesek.

Lenza et al. (2010) és Fahr et al. (2010) az EKB likviditásnyújtó eszközeit értékelték oly módon, hogy különböző feltételezésekkel élve a nemkonvencionális eszközök nélküli alternatív forgatókönyvet állítottak fel. Lenza et al. (2010) eredménye szerint az EKB eszközei szignifikáns szerepet játszottak a gazdaság stabilizálásában a Lehman-csőd utáni időszakban. Fahr et al. (2010) becslése szerint az eszközök nélkül az eurozónát 2010 első feléig több mint egy százalékponttal alacsonyabb GDP-növekedés és defláció jellemezte volna. Az EKB eszközfedezetű kötvényvásárlási programja Beirne et al. (2011) kutatása alapján sikeresnek mondható. A fedezett kötvények hozamfelára csökkent, a pénzpiaci hozamok csökkentek, minden lejáratú horizonton élénkültek

a kötvénypiacok. Lényeges tapasztalat, hogy az államadósság fenntarthatóságával küzdő euroövezeti országokban a program a fedezett kötvények piacán sem tudta javítani a hozamokat, teljesen hatástalan volt.

Joyce et al. (2011) több piaci indikátor alapján vizsgálta az angol jegybank programjainak hatásait. Egy regressziós modellel próbálták megállapítani a Reuters elemzői felmérés szerinti várt programnagyság segítségével a bejelentések hírértéke és a piaci hatás közötti összefüggést. Vizsgálatuk eredménye szerint a teljes 200 milliárdos program 125 bázispontos hozamcsökkenést okozott. Ebben az időszakban más országokban ennél kisebb mértékben volt megfigyelhető a hasonló felárak csökkenése, ami azt erősíti, hogy országspecifikus jelenségről van szó. Kapetanios et al. (2011) több idősoros modellje segítségével arra a következtetésre jutott, hogy a mennyiségi lazító program nélkül az állampapírhozamok 100 bázisponttal lettek volna magasabbak, míg a GDP 1,5, a fogyasztóiár-index 1,25 százalékkal lett volna alacsonyabb.

A 2001 és 2006 közötti japán mennyiségi lazítás értékelése megosztja a szakembereket. Annak ellenére, hogy Bernanke et al. (2004), valamint Shirakawa (2009, 2012) hangsúlyozták a program bizonyos sikereit (sikerült a hozamgörbét lefelé tolni), megjegyzendő, hogy a legfontosabb célt, a gazdaság élénkítését, a deflációból való kitörést nem sikerült elérni.<sup>8</sup> A program sikertelenségére utalt Bini Smaghi (2009), aki szerint a tartalékcélokot sikerült ugyan elérni, a multiplikátorhatás azonban gyengült, mert a bankok a rossz tőkeszerkezetük miatt nem növelték a hitelkihelyezéseiket a vállalatoknak. A japán bankrendszer a rossz hitelek nem építette le a '90-es évekig, ezért a banki hitelezés lassult, ami tartós stagnálást eredményezett. A japán példa azt mutatja, hogy a tőkeáttétel csökkentése nem lassítható érdemben monetáris lazítással. Berkmen (2012) elemzése szerint a 2008 óta alkalmazott japán program a növekedési hatás tekintetében valamivel eredményesebb a 2001–2006-os mennyiségi lazításnál, ami elsősorban annak tulajdonítható, hogy az elmúlt évtized egészségesebb mérlegeiknek köszönhetően sem a bankrendszer, sem a vállalati szektor nem kényszerül hosszadalmas mérlegkiigazításra.

A Fed programjainak átfogó értékelése kapcsán Gagnon et al. (2010) kiemelte annak sikereit a lejáratú prémium csökkentésével, a hosszú távú kamatok leszorításával. A tanulmány a jelzálogpiaci válságkezelést tartotta a leghatékonyabbnak, mivel itt a célzott eszközök a piac teljes összeomlását tudták kivédeni. Az elemzés továbbá megjegyzi,

<sup>7</sup> Ha rossz a bankok hitelportfóliója, akkor mérlegeik leépítésével válaszolnak, ami hosszú távon csökkentheti a vállalati hitelezést.

<sup>8</sup> Klyuev et al. (2009).

hogy az állampapírok és a vállalati kötvények piacán is érzékelhető pozitív hatást váltottak ki az összehangolt programok. Általánosságban a Fed eszközvásárló programjairól megállapítható, hogy a növelték a piaci likviditást, csökkentették a szpredekert és növelték az értékpapír-kibocsátást. Számos tanulmány igyekezett kvantitatív becslést adni a nagy volumenű eszközvásárlási programok hatásairól. Összességében a tanulmányok megállapításai alapján elmondható, hogy a programok a pénzügyi piacokra jelentős pozitív hatással voltak. Az irodalomban a programok értékelése alapján a Fed nagy volumenű eszközvásárlási programjának első szakaszáról erős konszenzus alakul ki, ami a 10 éves lejáratú kincstárjegyek és a jó hitelminősítésű vállalati kötvények hozamát mintegy 50 bázisponttal csökkentette.<sup>9</sup>

A makrogazdasági hatások tekintetében a tanulmányok következtetései jelentősen szóródnak. Ugyanakkor kiemelik, hogy a programok nélkül lényegesen nagyobb lett volna a GDP-visszaesés mértéke. Baumeister–Benati (2010) 4 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést becsül mind az USA-ban, mind az Egyesült Királyságban 2009 első negyedében az eszközvásárlási programok hatására. Chung et al. (2011) a Fed programjainak elemzése kapcsán arra a megállapításra jutott, hogy a lejáratú prémiumok átlagosan 50 bázisponttal csökkentek az első mennyiségi lazító program és további 20 bázisponttal a második program hatására. A gazdasági növekedés az első program nélkül 2 százalékponttal lenne alacsonyabb 2012-ig, a második program nélkül pedig további 1 százalékponttal csökkent volna a GDP.

### Feltörekvő országok

A feltörekvő országok jegybankjai a Lehman-csőd után széles körben – bár a fejlett országok jegybankjainál kisebb mértékben – alkalmaztak likviditási feszültséget enyhítő eszközöket, ezen belül is elsősorban devizalikviditási eszközöket. A nagymértékű és szisztematikus likviditásfokozó eszközök, a közvetlen hitelpiaci beavatkozások és az állampapír-vásárlás azonban csak szórványosan, és csak – a több tekintetben – inkább fejlett országnak tekinthető feltörekvőknél fordult elő (Ishi et al., 2009; Stone et al., 2011; Moreno, 2011). Vállalatikötvény-vásárlást a koreai, állampapír-vásárlást pedig az izraeli jegybank hajtott végre 2009-ben. Mindkét ország alacsony alapkamattal, a feltörekvő országokra jellemzőnél lényegesen kedvezőbb hitelbesorolással és kockázati mutatókkal, jobb inflációs teljesítménnyel és fejlett tőkepiaccal rendelkezik.

Két alapvető okra vezethető vissza, hogy a feltörekvő országok ritkábban alkalmaztak nemkonvencionális jegybanki eszközöket. Egyrészt, jellemzően kisebb volt a makrogazdasági kényszer, ugyanis az érintett jegybankok jóval ritkábban kerültek a nulla kamatláb közelébe. Sok feltörekvő országban a válság kitörése után először kamatot emeltek, így az átlagos alapkamat 5 százalék fölött volt 2009-ben is. Sok esetben kisebb volt a gazdaságot érő reálgazdasági sokk és a pénzügyi piaci turbulencia mértéke, és általában nem volt olyan deflációs veszély, amely a fejlett országokban szükségessé tette volna a további monetáris lazítást. Sok feltörekvő országban – például a kelet-közép-európai régióban – azonban a nemkonvencionális eszközök alkalmazására sérülékenységük miatt jóval kisebb a mozgástér, mint a fejlett országokban. Az átlagosan gyengébb hitelbesorolás, magasabb országgokkázati felárak, magas külső adósság és a devizakitettség miatt az extenzív és szisztematikus likviditásbővítés kockázatokat hordoz, ugyanis a reálgazdasági kereslet élénkülése helyett tőke kivonáshoz és nem kívánt árfolyam-leértékelődéshez vezethet (Ishi et al., 2009). Ez különösen igaz abban az esetben, ha alacsony a monetáris politika hitelessége, és a piac inkább a fiskális feladatok jegybankhoz delegálásaként, fiskális terhek elrejtéseként vagy monetáris finanszírozásaként értékeli az akciókat. Az árfolyam-leértékelődés azokban az országokban kiemelt kockázat, ahol nagy a bankrendszer vagy a belföldi szereplők árfolyamkitettsége, mint például Magyarországon.

A szűk fiskális politikai mozgástér – Gertler–Karádi (2011) modelljének keretei között értékelve – annyit jelent, hogy az állam a modell feltevéseivel szemben nem tud korlátlanul és pluszköltség nélkül forrást bevonni a piacról, csak a kockázati prémium további emelkedése mellett, ami rontja az államadósság fenntarthatóságát. Vagyis a rendkívül magas és a további kiadások növekedésére érzékeny szuverén kockázati felár növekedése mellett az állam forrásoldali előnye jóval kisebb, mint a magánszektor mérlegkorlátait előtérbe helyező Gertler–Karádi-modellben, ami megkérdőjelezi a beavatkozás eredményességét.

Ezeket a veszélyeket támasztja alá Jacome et al. (2011) elemzése is, amelyben a szerzők 16 latin-amerikai ország 1995–2007 közötti pénzügyi válságait áttekintve azt vizsgálták, hogy a válságok alatt nyújtott jegybanki likviditás milyen hatást gyakorolt a pénzügyi és makrogazdasági folyamatokra. Eredményeik szerint a bankrendszer likviditási helyzetét javítani kívánó jegybanki konstrukciók jellemzően inkább tovább növelték az instabilitást. A korlátozott gazdaságpolitikai hitelesség közepette a monetáris

<sup>9</sup> Gagnon et al. (2010), Joyce et al. (2011).

politika nem tudta helyreállítani a bizalmat a pénzügyi piacokon. A pénzügyi rendszernek nyújtott forrásokat a gyengébb bankokból kivonták, és ezek az erősebb bankoknál vagy tőkekivonásként külföldön csapódtak le, ezzel gyengítve a devizaárfolyamot és a problémás bankok helyzetét. A hozamok a leértékelődési és inflációs várakozások erősödése nyomán tovább emelkedtek, tovább élezve a stabilitási feszültségeket. Összességében az aktív monetáris politika sok esetben nem tudta megakadályozni az árfolyam és bankválság kiteljesedését, hanem a pénzügyi rendszerbe kerülő túlzott mértékű likviditás nyomán maga is hozzájárult ahhoz. A bankválságok „monetizálása” a jelentős mértékű devizaadósságok miatt általában negatív hatott a gazdasági növekedésre is. A tanulmány szerint a nagymértékű jegybanki likviditásnyújtás emellett számos esetben csorbította a jegybank függetlenségét. A programok a bankcsődök és a fedezetek értékvesztése nyomán helyenként jelentős költséget okoztak. A kormányzat sok esetben vonakodott a veszteséget pótolni, és a jegybanknál tőkét emelni, ezzel veszélybe sorolva a jegybank hatékony működését, céljainak elérését.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Cikkünkben áttekintettük a nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatait. Az elméleti modellek következtetése szerint a nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazása akkor eredményezhet jóléti nyereséget, ha a pénzügyi közvetítőrendszer erős forrásbevonási korlátokkal szembesül, és az állam – alacsony országgockázat mellett – korlátlanul tud olcsóbb forrást bevonni kockázatmentes állampapírok kibocsátásával. Az empirikus elemzések a fejlett országokban alkalmazott nemkonvencionális eszközöket eredményesnek értékelték a piaci feszültség mérséklésében, a piaci likviditás növelésében, a hozamok csökkentésében, és bár a növekedés beindításában sikertelennek bizonyultak, a hitelezés és a kibocsátás visszaesését képesek voltak mérsékelni. A rosszabb hitelbesorolású, magas külső adósságú, sérülékeny, feltörekvő országok esetében a nemkonvencionális eszközök alkalmazására jóval kisebb a mozgástér. Válság során az amúgy legkevésbé kockázatosnak számító, likviditásbővítő intézkedések árfolyam-leértékelődést és tőkekivonást eredményezhetnek, valamint az állami kockázatátvállalással járó beavatkozások növelhetik a fiskális fenntarthatóságra vonatkozó piaci aggodalmakat.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BAUMEISTER, C.–L. BENATI (2010): Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. *European Central Bank Working Paper*, no. 1258.

BEIRNE, J.–L. DALITZ–J. EJSING–M. GOTHE–S. MANGANELLI–F. MONAR–B. SAHEL–M. SUSEC–J. TAPKING–T. VONG (2011): The Impact of the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets. *ECB Occasional Paper Series*, no. 122 January.

BERKMAN, S. PELIN (2012): Bank of Japan’s Quantitative and Credit Easing: are they now more effective?. *IMF Working Paper*, vol. 12 no. 2.

BERNANKE, B. S.–V. R. REINHART–B. P. SACK (2004): Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment. *Finance and Economics Discussion Series*, no. 48, Board of Governors of the Federal Reserve System (U. S.).

BINI SMAGHI, L. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)*, Geneva, 28 April 2009.

CHUNG, H.–J. P. LAFORTE–D. REIFSCHEIDER–J. WILLIAMS (2011): Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, no. 1.

CURDIA, V.–M. WOODFORD (2010a): Conventional and Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July–August, 92 (4), pp. 229–64.

CURDIA, V.–M. WOODFORD (2010b): The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy. *NBER Working Papers*, no. 16208.

FAHR, S.–R. MOTTO–M. ROSTAGNO–F. SMETS–O. TRISTANI (2010): *Lessons for monetary policy strategy from the recent past*.

GAGNON, J.–M. RASKIN–J. REMACHE–B. SACK (2010): Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?. *Fed Staff Report*, no. 441.

GERTLER, M.–P. KARADI (2011): A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, no. 58, pp. 17–34.

ISHI, K.–M. STONE–E. B. YEHOUÉ (2009): Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies. *IMF Working Paper*, no. 09/226.

JACOME H.–T. SAADI-SEDIK–S. TOWNSEND (2011): Can Emerging Market Central Banks Bail Out Banks? A Cautionary Tale from Latin America. *IMF Working Paper*, no. 11/258.

JOYCE, M.-A. LASAOSA-I. STEVENS-M. TONG (2011): The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, vol. 7 no. 3, pp. 113-61.

KAPETANIOS, G.-H. MUMTAZ-I. STEVENS-K. THEODORIDIS (2011): Assessing the economy-wide effects of quantitative easing. *BoE Working Paper*, kézirat.

KLYUEV, V.-P. DE IMUS-K. SRINIVASAN (2009): Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. *IMF Staff Position Note*, no. SPN/09/27, November.

LENZA, M.-H. PILL-L. REICHLIN (2010): Monetary Policy in Exceptional Times. *ECB Working Paper Series*, no. 1253.

MORENO, R. (2010): Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies. The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. *BIS Paper*, no. 54.

SHIRAKAWA, M. (2009): Unconventional Monetary Policy – Central Banks: Facing the Challenges and Learning the Lessons. *Speech at the Conference co-hosted by the People's Bank of China and the Bank for International Settlements in Shanghai*, 8 August.

SHIRAKAWA, M. (2012): Deleveraging and growth – is the developed world following Japan's long and winding road?. *Lecture at the London School of Economics*, 10 January.

STONE, M.-K. FUJITA-K. ISHI (2011): Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far. *IMF Working Paper*, no. 11/145.