

BIHARI PÉTER

Odüsszeuszi utazás – az előretekintő iránymutatás tapasztalatai

Az alsó kamatkorlát melletti előretekintő iránymutatás a kamatpolitika helyettesítője, a várakozások és a pénzüpiaci hozamok befolyásolásának nem konvencionális monetáris politikai eszköze. A jegybank a piaci szereplők számára előre jelezheti az alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradását (delphoi típus), és kötelezettséget is vállalhat erre (odüsszeuszi típus). Ez utóbbi esetben megváltozik a jegybanki reakciófüggvény: a jegybanki kamatdöntésekben nem az inflációs kilátások és az inflációs cél közötti eltérés, illetve a kibocsátási rés jut kitüntetett szerephez, hanem valamilyen állapotváltozó alakulása vagy az időtényező. A reakciófüggvény változásának hitelessége esetén a hozamok csökkenésére lehet számítani. Ha a jegybank a kamatszint fenntartásának feltételül az állapotváltozókat olyan értékeket jelöli meg, amelyek teljesülése esetén az inflációs célkövetés szabályai szerint amúgy sem emelt volna kamatot, akkor az előretekintő iránymutatás „üres beszéd”, és a hozamokra gyakorolt hatás is elmaradhat. Egyelőre nem eldönthető, hogy az előretekintő iránymutatás a kamatpolitika átmeneti helyettesítőjéből annak tartós kiegészítő elemévé válik-e.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E42, E50, E52, E58.

A 2008. évi válság sok országban a potenciálistól elmaradó kibocsátáshoz és a célul kitűzöttnél alacsonyabb inflációhoz vezetett, ám ezek tartós fennmaradása jelentős részben a jövővel, azon belül pedig a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos bizonytalanság következménye. A kamatpolitika nagyrészt a várakozások befolyásolása révén fejti ki hatását, az alsó kamatkorláthoz közeledve azonban a további csökkentések lehetősége és ezáltal a kamatpolitika gazdasági szereplőket orientáló szerepe is beszűkül. A megvalósítható monetáris lazítás lehetséges maximumát a válság előtti kamatszint és a nulla (alsó) kamatkorlát különbsége szabja meg. Az így rendelkezésre álló

* A tanulmány megírásában komoly ösztönző szerepet játszottak azok a beszélgetések, amelyeket a Budapesti Corvinus Egyetem kutatószemináriumán folytattam *Sztanó Gábor* mesterszakos hallgatóval. E cikk korábbi változatáról műhelybeszélgetés zajlott a Budapesti Gazdasági Főiskolán. Köszönettel tartozom a beszélgetés résztvevőinek hasznos megjegyzéseikért, továbbá a Közgazdasági Szemle anonim lektorainak alapos és konstruktív észrevételeikért.

tér több országban is kevesebbnek bizonyult annál, mint amennyire az árstabilitás újbóli eléréséhez és a kibocsátási rés szűkítéséhez szükség lett volna.

A hagyományos monetáris politikai eszköz lehetőségeinek kimerülését követően a leginnovatívabb jegybankok aktív állampapír-piaci részvétellel és a jövőbeli kamatpálya alakulására vonatkozó explicit jelzésekkel próbálták a piaci várakozásokat befolyásolni és az aktuális monetáris kondíciókat lazítani. A monetáris politika cél- és eszközszerével foglalkozó hazai íráások csak kevés figyelmet szenteltek a válságot követő jegybanki kommunikáció új elemeinek.

Ez az írás arra tesz kísérletet, hogy a nemzetközi szakirodalom alapján áttekintse, értelmezze és továbbgondolja az előretekintő iránymutatás (*forward guidance*) fogalmát, hatásmechanizmusát és kapcsolódásait a monetáris politika más elemeihez. Először az előretekintő iránymutatás összefüggésrendszerét, valamint alkalmazásához vezető utat mutatjuk be. Ezt követően magát a fogalmat, céljait, típusait tárgyaljuk. Kitérünk az új monetáris politikai eszköz és az inflációs célkövetés viszonyára. Ehhez az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság jegybankjainak (a Fed és a Bank of England) gyakorlatából leszűrhető tapasztalatokra támaszkodunk. Végül az új eszköz eredményességéről és az előretekintő iránymutatás során tett ígérek esetleges feladásával járó reputációs veszteségről ejtünk szót.

Előzmények – az előretekintő iránymutatáshoz vezető út

A globális válságot követő gazdasági visszaesésre és deflációs fenyegetésre a jegybankok jelentős monetáris lazítással reagáltak. Függetlenül attól, hogy a jegybanki reakciófüggvényben a céltól elszakadó infláció és/vagy a kibocsátási rés játszott meghatározó szerepet, 2008 szeptembere és 2014 októbere között az alapkamatok jellemzően 300–500 bázisponttal csökkentek.¹ Ez a jelentős kamatcsökkentés sem volt azonban elég a növekedési fordulat eléréséhez. A 0,5 százaléknál kisebb kamatszintet alkalmazó gazdaságokban² – az Egyesült Királyság kivételével – a GDP növekedési ütemei és szintjei egyaránt elmaradnak a válság előtti utolsó év teljesítményétől (1. táblázat). A fogyasztói árindexek esetében a kamatcsökkenések ellenére is fennmaradt a süllyedő trend. 2014-ben egyes országokban már negatív árindexek alakultak ki (2. táblázat).

A nulla küszöböt átlépve azonban a kamatcsökkentés már nem élénkíti, hanem rombolja a növekedést, nem az inflációs cél elérésére, hanem a kereslet visszatarthatásán keresztül további deflációra vezet. Likviditási csapdába kerül a gazdaság. Negatív kamatszint esetén a veszteséges betételhelyezéssel szemben a nullahozamú készpénztartás elapaszthatja a banki forrásokat, a negatív kamatlábú hitelek iránti keresletnek pedig végtelenné kellene válnia. A jegybanki kamatcsökkentések ezért

¹ Ettől eltérő mértékek globális szempontból elhanyagolható jelentőségű és az inflációs célkövetés keretrendszerén kívül eső országokban fordultak elő. Kamatemelésre a Perzsa-öböl néhány gazdasága (Bahrein, Katar, Omán) mellett Argentínában és Ukrajnában került sor. A legnagyobb mértékű csökkenés Kazahsztánban, Moldovában és Törökországban történt (950–1500 bázispont).

² Litvánia, ahol 2014 végén 0,3 százalék volt az alapkamat, 2015-től az euróövezet tagja lett.

1. táblázat

Az alapkamat és a gazdasági növekedés az alsó kamathatárhoz elért gazdaságok esetében

| | Alapkamat | | | Az utolsó kamatváltoztatás időpontja | GDP-növekedés | | |
|--------------------|---|------------|--------------------|--------------------------------------|-------------------|------|-------------------|
| | legmagasabb értéke 2007. január–2008. szeptember között | 2011 végén | 2015. február | | 2006 ^a | 2011 | 2014 ^b |
| Svájc | 2,75 ^c | 0,00 | -0,75 | 2015. január 15. | 4,0 (4,1) | 1,8 | 1,5 |
| Csehország | 3,75 | 0,75 | 0,05 | 2012. november 2. | 6,9 (5,5) | 2,0 | 2,4 |
| Euróövezet | 4,25 | 1,00 | 0,05 | 2014. szeptember 4. | 3,2 (2,9) | 1,5 | 0,8 |
| Izrael | 4,5 | 2,75 | 0,10 | 2015. február 23. | 5,8 (6,3) | 4,2 | 2,5 |
| Svédország | 4,75 | 1,75 | -0,10 | 2015. február 12. | 4,7 (3,4) | 2,7 | 2,1 |
| Egyesült Államok | 5,25 | 0,125 | 0,125 ^c | 2008. december 16. | 2,7 (1,8) | 1,6 | 2,2 |
| Egyesült Királyság | 5,25 | 0,50 | 0,50 | 2009. március 5. | 3,0 (2,6) | 1,6 | 3,0 |

^a A zárójelben szereplő értékek a 2007. évi növekedési adatokat mutatják.^b OECD-előrejelzés.^c A céltartomány (*target range*) közéértéke.

Forrás: Bloomberg és OECD Economic Outlook, 2014. november.

legfeljebb a nulla korlát által szabott határig terjedhettek,³ ezt a küszöböt elérve a hagyományos monetáris politikai eszköz lehetőségei kimerültek. Miután a megvalósult kamatsökkentések ellenére az inflációs cél elvételének mértéke tovább nőtt, nulla kamatszint mellett a monetáris politika nem szándékoltan, de túl szigorú (az inflációs cél elérését nem biztosító) monetáris feltételeket tartott fenn,⁴ ezáltal viselkedése kényszerűen prociklikussá vált. Az elégtelen mértékű kamatsökkentés erősítette az inflációs allullóvést, és tovább tágította a kibocsátási rést.

A negatív alapkamat lehetetlenségének tétele bizonyos feltételek fennállása esetén nem érvényes. Előfordulhat, hogy a nagyon alacsony pozitív kamatszint mellett jelentkező országhoz tartozó kockázat miatt vonzóbb lehet a befektetők szemében egy negatív alapkammal rendelkező ország, ha az megfelelő mértékben kisebb kockázatot képvisel. A menedékvalutájú országhoz irányuló tőkeáramlás lefelé nyomja az alapkamatszintet, és ha az már amúgy is alacsony szinten áll, akkor esetleg a túlzott tőkebeáramlás már csak negatív alapkamat alkalmazásával fékezhető. Mindezek mellett az inflációs ráta csökkenése is lefelé nyomja az alapkamatot. Negatív infláció mellett a reálgazdaságot fékező pozitív reálkamat kialakulását esetleg már csak negatív nominális kamatszinttel lehet megakadályozni. 2015 elejére Svédországban és Svájcban alakult ki negatív alapkamat. Svájc az alacsony kockázatú menedékvaluta esetét, Svédország pedig a negatív infláció miatti túlzott reálkamat-emelkedés esetét példázza.

³ Az alsó kamatküszöb és a nulla vagy nulla közeli kamatszint között nem teszünk különbséget. Egyes jegybankok már a 0,3–0,5 százalékos kamatlábat is olyan küszöbnek tekintik, amelyet átlépve ugyanazok a torzító hatások várhatók, amelyeket általában a negatív kamatlábhöz társítanak.

⁴ *Buiter* [2009] felidézti, hogy 2009 tavaszán egyes Fed-anyagok szerint a Taylor-szabály alkalmazásából –5 százalékos kamatszint következett volna.

2. táblázat

A fogyasztói árindex alakulása az euróövezet és néhány nulla közeli alapkamatú országban, 2006–2014 (év/év, százalék)

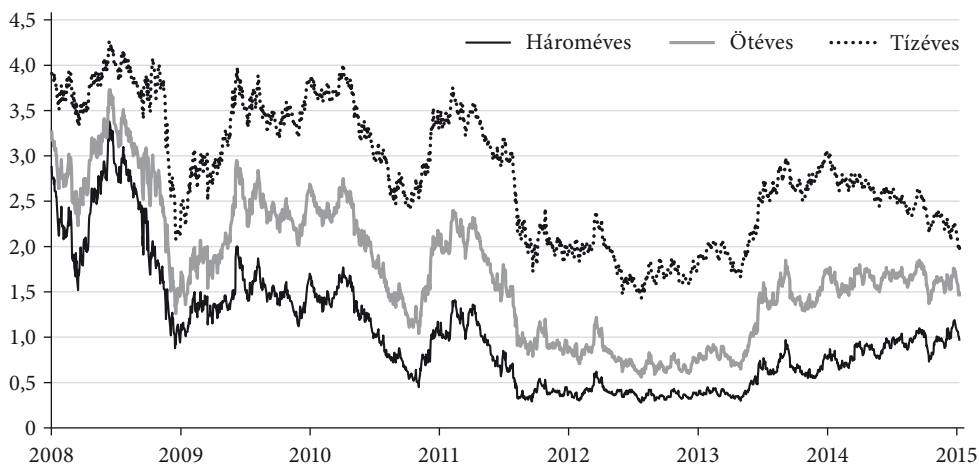
| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Euróövezet országai | | | | | | | | | |
| Hollandia | 1,2 | 1,6 | 2,5 | 1,2 | 1,3 | 2,3 | 2,5 | 2,5 | 1,0 |
| Ausztria | 1,4 | 2,2 | 3,2 | 0,5 | 1,8 | 3,3 | 2,5 | 2,0 | 1,6 |
| Finnország | 1,6 | 2,5 | 4,1 | 0 | 1,2 | 3,4 | 2,8 | 1,5 | 1,0 |
| Németország | 1,6 | 2,3 | 2,6 | 0,3 | 1,1 | 2,1 | 2,0 | 1,5 | 0,9 |
| Franciaország | 1,7 | 1,5 | 2,8 | 0,1 | 1,5 | 2,1 | 2,0 | 0,9 | 0,5 |
| Belgium | 1,8 | 1,8 | 4,5 | -0,1 | 2,2 | 3,5 | 2,8 | 1,1 | 0,3 |
| Olaszország | 2,1 | 1,8 | 3,3 | 0,8 | 1,5 | 2,8 | 3,0 | 1,2 | 0,2 |
| Szlovénia | 2,5 | 3,6 | 5,7 | 0,9 | 1,8 | 1,8 | 2,6 | 1,8 | 0,2 |
| Luxemburg | 2,7 | 2,3 | 3,4 | 0,4 | 2,3 | 3,4 | 2,7 | 1,7 | 0,6 |
| Portugália | 3,1 | 2,5 | 2,6 | -0,8 | 1,4 | 3,7 | 2,8 | 0,3 | -0,3 |
| Görögország | 3,2 | 2,9 | 4,2 | 1,2 | 4,7 | 3,3 | 1,5 | -0,9 | -1,3 |
| Spanyolország | 3,5 | 2,8 | 4,1 | -0,3 | 1,8 | 3,2 | 2,4 | 1,4 | -0,2 |
| Írország | 3,9 | 4,9 | 4,1 | -4,5 | -0,9 | 2,6 | 1,7 | 0,5 | 0,2 |
| Észtország | 4,4 | 6,6 | 10,4 | -0,1 | 3,0 | 5,0 | 3,9 | 2,8 | -0,1 |
| Szlovákia | 4,5 | 2,8 | 4,6 | 1,6 | 1,0 | 3,9 | 3,6 | 1,4 | -0,1 |
| Lettország | 6,5 | 10,1 | 15,4 | 3,5 | -1,1 | 4,4 | 2,3 | 0,0 | 0,6 |
| Egyéb európai országok | | | | | | | | | |
| Svédország | 1,1 | 0,7 | 2,4 | -0,5 | 0,7 | 0,2 | -0,7 | -0,2 | 0 |
| Egyesült Királyság | 1,4 | 2,2 | 3,4 | -0,5 | 1,2 | 3,0 | 0,9 | 0,0 | -0,2 |
| Csehország | 2,3 | 2,3 | 3,6 | 2,2 | 3,3 | 4,5 | 2,8 | 2,6 | 1,5 |
| Európán kívüli országok | 2,6 | 3,0 | 6,3 | 1,0 | 1,5 | 1,9 | 3,3 | 1,4 | 0,4 |
| Európán kívüli országok | | | | | | | | | |
| Egyesült Államok | 3,2 | 2,9 | 3,8 | -0,4 | 1,6 | 3,2 | 2,1 | 1,5 | 1,6 |
| Izrael | 2,1 | 0,5 | 4,6 | 3,3 | 2,7 | 3,5 | 1,7 | 1,6 | 0,5 |

A kamatpolitikai eszköz használhatatlanná válását követően a monetáris lazítás folytatására több országban vállalati és állami értékpapír-vásárlási programokat indítottak. Elsőként, szinte azonnal a válság kitörése után a Fed alkalmazta ezt a módszert, meg sem várva a kamatpolitikai eszköz lehetőségeinek kimerülését. A programok két ágon is segíthették a monetáris politikai célok érvényesülését. Ha az értékpapírok eladásából származó likvid bevételt az értékpapírpiacra újra befektetik (az eredeti értékpapír-tulajdonosok portfólióátrendezést hajtanak végre), azaz a jegybanki vásárlás megnöveli a teljes értékpapír-keresletet, akkor a hozamok csökkenésére lehet számítani (*McLeay és szerzőtársai* [2014]). A programok kifejezett célja volt, hogy mérséklődjene a vállalatok külsőforrás-szerzésének költségei, mert ettől a beruházási aktivitás növekedését

remélték. Ha az értékpapír-eladásból származó bevétel nem pénzügyi befektetésé, hanem bankbetété válik, akkor a banki források bővülése a hitelezési feltételek enyhülésén, a hitelezési aktivitás erősödésén keresztül segítheti a reálgazdasági teljesítmény javulását. A hosszú lejáratú hozamok alakulása 2013 elejéig összhangban állt a jegybanki várakozásokkal. Ezt követően azonban emelkedő irányzat figyelhető meg (1. ábra). A trendváltásban minden bizonnyal komoly szerepet játszanak az eszközvásárlási programok kivételének megkezdésére vonatkozó várakozások, az ezzel kapcsolatos bejelentések, majd pedig az eszközvásárlási összegek tényleges csökkentése.

1. ábra

A három-, öt- és tízéves államkötvények hozamának alakulása, Egyesült Államok, 2008–2014



Forrás: US Department of Treasury.

A programok szakmai megítélése vitatott. Az IMF becslése szerint a kötvényvásárlási programok hatására a hosszú lejáratú hozamok kumulált csökkenése az Egyesült Államokban 90–200, az Egyesült Királyságban 45–160, Japánban 30 bázispont (*IMF* [2013]). *Swanson* [2011] 15 bázispontos hozamcsökkenést állapított meg az amerikai mennyiségi lazítás második szakaszában. További becslési eredményeket ismertet *Krekó és szerzőtársai* [2012]. A programok mellett leginkább negatív módon lehet érvelni: nélkülük nagy valószínűséggel lényegesen rosszabb lett volna a makrogazdasági környezet.

A bizonytalanságok mérséklésének szükségessége

Az agresszív monetáris lazítás nem hozott átütő eredményeket. A kamatcsökkentések és a kötvényvásárlási programok – talán az Egyesült Államok kivételével – együttesen sem voltak képesek a kívánt fordulat kiváltásához. Hiába csökkent a piaci kamat- és hozamszint, ha a növekedést elsősorban nem a külső forrásszerzés magas költségei, hanem a kedvezőtlen keresleti és profitkilátások fékezik. A nem konvencionális eszközök alkalmazása ugyanakkor új kockázatok létrejöttével párosult: ha igaz, hogy

a kötvényvásárlási programok hozzájárultak a hozamok csökkenéséhez, akkor az is valószínűsíthető, hogy a programok valamikori leállításával a hozamok emelkedni kezdenek, és ha ez hirtelen, időben koncentráltan következik be, nagy veszteségek érhetik a hosszabb futamidejű papírok birtokosait (nem utolsósorban a jegybankot – *Ábel* [2015]). A jelen időszaki magánbefektetői állampapír-vásárlás fenntartásának/növelésének feltétele, hogy a gazdasági szereplők bízzanak abban, hogy a kötvényvásárlási programok leállítása (a kieső kereslet) nem vezet állampapír-portfóliójuk hirtelen leértékelődéséhez. Ezért alapvető fontosságú volt, hogy a jegybank világossá tegye, mikor, milyen feltételek fennállása esetén, milyen ütemezéssel vonul vissza a kötvényvásárlásokból, és eladóként visszaadja-e a piacnak a megvásárolt értékpapírokat.

A kamatpolitika területén még inkább szükség volt kapaszkodókra. Inflációs célkövetés esetén az aktuális kamatszint a gazdaság jövőbeli teljesítményéről alkotott jegybanki értékelésből vezethető le. És megfordítva: a mindenkori kamatszintből (vagy még inkább az előző kamatdöntéshez képesti változtatásból) következtetni lehet a jegybank jövővel kapcsolatos értékelésére. Ha a kamat alsó határa nulla, a kamatszint kevés/félrevezető információt közöl a jegybank jövőbeli folyamatokról alkotott képéről. Egyáltalán nem közömbös, hogy a jegybank azért nem csökkenti tovább a kamatot, mert a kialakult szintet céljai eléréséhez éppen megfelelőnek találja, vagy azért nem, mert a nulla küszöbhez érve a csökkentés lehetőségei megszűntek. Utóbbi esetben ugyanis akkor mozdulhat el a kamatszint a nulla tartományból, amikor a gazdasági teljesítmény annyira javul, hogy megszűnik a nulla kamat kényszer jellege, és a kamat nulla értéke meg fog felelni a monetáris politika szabályainak. Ebben az esetben a makrogazdasági helyzet javulása csak bizonyos késleltetéssel vezet a kamatszint emelkedéséhez, azaz lesz olyan időszak, amikor a makrogazdasági helyzet már javul, a kamatszint pedig továbbra is változatlanul az alsó küszöbön marad.

A válság utáni időszakban alapvető kérdéssé vált a jövőbeli hozamok alakulásával kapcsolatos piaci bizonytalanság mérséklése. A piaci szereplők jelenbeli viselkedésüket ugyanis jelentős részben attól teszik függővé, hogy mit gondolnak a hozamok jövőbeli alakulásáról. A nulla kamatszinttől csak felfelé vezet út. Nem mindegy azonban, hogy mikor és milyen sebességgel kezdődik meg a monetáris feltételek szigorítása. Minél hosszabban számítanak a piaci szereplők az alacsony kamat- és hozamkörnyezet fennmaradására, annál nagyobb lehet jelenbeli hitel- és értékpapír-keresletük. A jegybankok felismerték, hogy aktuális kamatpolitikai mozgásterük megszűnésével a *jövőbeli* kamatpályára vonatkozó várakozások befolyásolásával tudnak leginkább hatást gyakorolni a piaci szereplők *mai* viselkedésére. Ezeket a várakozásokat pedig saját jövőbeli szándékaik megismertetésével tudják befolyásolni (*BoE* [2013a]).

Új monetáris politikai eszköz született

Az előrettekintő iránymutatás a jövőbeli monetáris politikai döntésekkel kapcsolatos információnyújtás a piac számára. A 2008 utáni időszakban elsőként azokban az országokban alkalmazták, ahol megszűnt a további kamatcsökkentés lehetősége, ezáltal pedig megszűnt a kamatszint változtatásának várakozásokat

befolyásoló képessége is. A kialakult helyzetben a jegybank azt kívánta a piaci szereplők tudomására hozni, hogy az aktuális kamatszint az alsó kamatkorlát miatt nem lehetett még alacsonyabb (a kényszerű szigor időszak), a jövőben viszont a kamat a meginduló növekedés ellenére sem távolodik el egy ideig az alsó kamatkorláttól (módosul a reakciófüggvény).

A jövőbeli kamatpályával kapcsolatos piaci várakozások a gazdasági kilátások és a jegybank korábbról ismert válaszreakcióinak előrevetítése alapján alakulnak ki. Ha a jegybank úgy dönt, hogy hosszabb ideig tartja fenn az alacsony kamatszintet annál, mint amire szokásos viselkedése alapján következtetni lehetne, akkor az eredeti piaci kamatvárakozások a jegybank által frissen jelzett pálya felett helyezkedhetnek el (mert ezek a várakozások a korábbi viselkedésszabályok figyelembevételén alapultak). A piacok által vártnál alacsonyabb jövőbeli kamatszint jelzésével a válságot követő első időszakban a jegybank a várakozások és a hozamok mérséklését kívánja elérni, arra számítva, hogy a meginduló gazdasági növekedés mellett is alacsony szinten maradó hozamok a kedvező reálgazdasági folyamatokat tovább erősítik. A terv sikere annak függvénye, hogy a piac szereplői hitelesnek tekintik-e a jegybank elköteleződését az alacsony kamatszint mellett – ha igen, a hozamoknak mérséklődniük kell.

A hozamok újraemelkedésétől való félelem rontja a profitkilátásokat, ami a jelen időszaki vásárlások ellen hat. A jövőben remélt alacsony hozamok viszont a mai költségeket serkentik, ami pedig a következő időszaki gyorsabb növekedést támogatja. Ebből következően a jövőbeli kamatpolitikával kapcsolatos jegybanki iránymutatás célja a hosszú hozamok korai emelkedésével kapcsolatos aggodalmak eloszlása. „Ha a bank képes a jövőbeli kamatokra vonatkozó várakozások mérséklésére, ez lefelé nyomja a jelen időszaki hosszú hozamokat, ami viszont ösztönzi a tartós és beruházási javak vásárlását.” (Haan [2013] 10. o.)⁵

A jövőbeli kamatpolitikával kapcsolatos várakozások felértékelődését nem csak a jelenbeli kamatpolitikai lehetőségek kimerülése indokolja. Egy-egy kamatdöntés – normál körülmények között – csak kis elmozdulást vált ki, ennek megfelelően a piaci reakciók csupán korlátozottak, ráadásul az újonnan megállapított kamatszint érvényességi ideje csak a következő kamatmeghatározó ülésig tart. Woodford [2012] hangsúlyozza, hogy a gazdasági szereplők kiadásokra, munkaerő-felvételre, ármegállapításra vonatkozó döntéseinek befolyásolásában nem az éppen érvényes kamatszintnek, hanem a várható kamatpályának van jelentősége. Az anticipációkat persze az aktuális kamatdöntés, az előző kamatdöntéshez képesti változtatás is befolyásolja. Egy csökkenési (vagy növekedési) ciklus megkezdése önmagában is információt közöl a jegybank által várt jövőbeli folyamatok alakulásáról. Az alsó kamatkorlát eléréseivel a jelenbeli kamatpolitika már nem nyújt információkat a piac számára, innen kezdve a várakozások befolyásolásának fő eszköze az előretekintő iránymutatás lesz. Az előretekintő iránymutatás az alsó kamatkorlát elérésekor a kamatpolitika helyettesítője, a várakozások és a pénzpiaci hozamok befolyásolásának nem konvencionális monetáris politikai eszköze.

⁵ Ugyanilyen tartalommal lásd még Aglietta [2013], Csontos–Lehmann–Szalai [2014].

Az előretekinő iránymutatás nem minden előzmény nélkül vált a monetáris politikai eszköztár részévé. A jegybankokat már hosszabb idő óta a transzparencia erősödése, a kommunikációt pedig a nagyobb nyíltság jellemzi. A nagyobb átláthatóság javítja a jegybankok elszámoltathatóságát, de javítja a monetáris politika hatásosságát is. Ennek jegyében sok országban nyilvánosak lettek a monetáris tanácsi ülések rövidített jegyzőkönyvei, a szavazási eredmények, gyakrabban szólalnak meg a döntéshozók, és megszólalásaik nyíltabbak lettek. A jegybankok a globális válságot megelőzően is gyakran adtak valamilyen jelzést a kamatpálya alakulásáról. Ezek többnyire a következő néhány hónap várható lépéseire vonatkozó homályos utalások voltak. Az előretekinő iránymutatás azonban több tekintetben is különbözik a monetáris politikával kapcsolatos korábbi kommunikációtól. Közvetlenebb, konkrétabb, és távolabbi időhorizontra vonatkozóan közvetít üzeneteket. A szövetségi nyíltpiaci bizottság (*Federal Open Market Committee, FOMC*) 2012. szeptemberi üléséről kiadott jegyzőkönyv megfogalmazása szerint például „különösen alacsony alapkamat fenntartása legalább 2015 közepéig indokolt” (*FOMC [2012b]*). Korábban a kommunikáció a monetáris politikai döntéseket megalapozó változók (infláció, foglalkoztatás stb.) jövőbeli alakulására vonatkozott. Az előretekinő iránymutatás keretében viszont a kamat jövőbeli alakulása az iránymutatás tárgya.

Az előretekinő iránymutatás előfutárainak az új-zélandi, a japán, a svéd, a norvég és az izraeli jegybankok tekinthetők. Ezekben az országokban már a válság előtti időszakban nyilvánosságra hozták a döntéshozók által legvalószínűbbnek tartott kamatpályát, aminek célja a kamatpályára vonatkozó várakozások befolyásolása volt (*Tóth [2006]*). Fontos kiemelni, hogy nem a hatástalanná vált kamatpolitika helyett, hanem annak hatásosabbá tételéért publikálták a kamatpályát. A jövőbeli alapkamatra vonatkozó információnyújtás azonban csak 2008 után vált szélesebb körben elfogadott gyakorlattá. Az iránymutatást alkalmazó országok számának bővülésén kívül figyelemre méltó, hogy a nemzetközi pénzügyi folyamatok szempontjából meghatározó fontosságú jegybankok (Fed, EKB, Bank of England, Bank of Canada)⁶ ekkortól alkalmazzák ezt az eszközt. Ezekben az országokban kifejezetten az alsó kamatkorlát miatt beszűkült monetáris politikai mozgástér tágítását szolgálta az előretekinő iránymutatás (*Svensson [2014]*).

Ezért az előretekinő iránymutatásra nem a 2008 előtti gyakorlat egyszerű folytatásaként, hanem új szakaszként, a nulla alsó korlát problémájára adott megoldásként, azaz új monetáris politikai eszközként tekinthetünk. Egyelőre nem eldönthető, hogy a kamatpolitika átmeneti helyettesítőjéből annak tartós kiegészítő eszköze lesz-e. Elképzelhető, hogy a kötvényvásárlási programok lezárulását és a kamatpolitika reaktivizálódását követően az iránymutatás kikopik a monetáris politikai eszköztárból.⁷

Vannak azonban arra utaló jelek, hogy az iránymutatás a monetáris politika tartós eszköze marad. Újabb olyan országok is alkalmazzák az iránymutatást,

⁶ A Fed esetében korábban, 2003–2005 között már sor került egy viszonylag puha iránymutatásra.

⁷ A Bank of Canada nyilvánosan jelezte, hogy visszalép a további iránymutatástól, és annak újbóli alkalmazását csak rendkívüli piaci helyzetben tartja indokoltnak (*Poloz [2014]*). Figyelemre méltó, hogy a Bank of England 2015. februári inflációs jelentésében (*BoE [2015]*), és Mark Carney kormányzó szóbeli bevezetőjében a *forward guidance* szóhasználat nem jelenik meg (*Inflation Report [2015]*).

ahol a kamatpolitika nem ütközött az alsó kamathatár falába.⁸ A válság lezárulását követően az előretekintő iránymutatás a kamatpolitika kiegészítő eszközeként egy szigorítási periódusban is szerepet kaphat a piaci várakozások befolyásolásában. Az aktuális kamatdöntéshez fűzött szokásos indoklás kiegészülhet egy nyíltabb kitekintéssel a jövőbe, ami segítheti az aktuális döntés értelmezését, és növelheti a monetáris politika kiszámíthatóságát. Svensson [2014] messzebb megy, és a transzparenciára, eredményességre, elszámoltathatóságra, a köz jobb informáltóságára hivatkozva emellett érvel, hogy a jegybanki kamatpálya legyen nyilvános a rugalmas inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok esetében.

Az elköteleződés fokozatai és a piaci percepciók jelentősége

Ahogy az előzőkben bemutattuk, a jegybanki iránymutatás a válság után, az alsó kamatkorlát elérésekor vált szélesebb körben alkalmazott monetáris politikai eszközzé. A különböző jegybankok gyakorlatai alapján az előretekintő iránymutatás két típusa különböztethető meg.

Az egyik esetben *nem számszerűsített, kvalitatív típusú* közlést tesz a bank. Ennek tipikus megnyilvánulása az egyes monetáris tanácsi közleményekben szereplő utalás (*bias*) a következő döntések kimenetére. Jobbára bizonyos makrogazdasági, nemzetközi pénz- és tőkepiaci feltételekhez (ezek jegybanki előrejelzéseihez) kapcsolva történik meglehetősen puha jelzés a következő döntés várható tartalmára. A jegybank részéről nincs elköteleződés és ebből következően nincs számonkérhetőség sem. Ez inkább egy előrejelzés. A jegybank közli, hogy milyen lesz a kamatok jövőbeli pályája, ha a gazdasági folyamatok úgy alakulnak, ahogy a pillanatnyilag rendelkezésre álló információk alapján ez megítélhető. Ebből következően, ha időközben megváltoznak a gazdasági feltételek, akkor a tényleges kamatpálya másképpen fog alakulni. Ezért az ilyen típusú előretekintő iránymutatás esetén a kamattartás várható időtartamának megváltozására vonatkozó utalást leginkább a jegybank gazdaságról alkotott képének változásával, s nem a jegybanki reakciófüggvény változásával lehet magyarázni. Campbell és szerzőtársai [2012] ezt delphoi típusú iránymutatásnak nevezi, és hasonlóan a Buiter [2013] és Woodford [2012] tanulmányához, hangsúlyozza, hogy a szavak keveset érnek számon kérhető nyilvános elköteleződés nélkül. Ebből következően ennek a fajta iránymutatásnak a várakozásbefolyásoló képessége korlátozott.

Másik fajta esetekben – menekülési klauzulák fenntartása mellett – a jegybank elkötelezi magát bizonyos kamatlépések mellett. Például több-kevesebb egyértelműséggel megjelöl egy időtartamot (például „bizonyos ideig”, „hosszabb ideig”, „jelentős ideig”) vagy egy időpontot (például valamely év valamelyik negyedévét), ameddig nem változtat a kamatszinten.⁹ Ezt a megközelítést alkalmazza az EKB (és kezdetben

⁸ A kamatcsökkentés időszaka alatti iránymutatásra Lengyelország a régióbeli példa.

⁹ A kamattartásra vonatkozó időpontot vagy időtartamot most nem a makrogazdasági fundamentumok várható alakulásával összefüggésben, abból levezetve hirdetik meg. Ezért nem delphoi jellegű iránymutatásról van szó. A jegybank azt vállalja, hogy a makropálya esetlegesen vártnál jobb alakulása esetén sem változtat a kamatszinten.

alkalmazta a Fed). Ennél is erősebb elkötelezettséget jelent, ha a jegybank valamilyen állapotváltozó számszerű értékének eléréséhez köti a kamatszint fenntartásának idejét. Megváltozik a jegybanki reakciófüggvény: nem az inflációs kilátások és a cél közötti eltérés, illetve a kibocsátási rés, hanem valamilyen állapotváltozó alakulása vagy az időtényező jut kitüntetett szerephez a jegybanki kamatdöntésekben.¹⁰ A Fed és a Bank of England a munkanélküliségi ráta és a fogyasztói árindex konkrét értékének eléréseig ígérte meg a nulla közeli kamatszint fenntartását. A változók kiválasztásakor fontos szempont a megfigyelhetőség, valamint a szakmai és a laikus közönség számára a nyomon követés lehetősége. E követelménynek a GDP vagy a munkanélküliségi ráta jobban megfelel, mint a kibocsátási rés, illetve a fogyasztói árindex alkalmasabb, mint az inflációs várakozások (*Hubert–Labondance* [2013]).

Az idő- vagy állapotfüggő elkötelezettséget tartalmazó iránymutatást Campbell odüsszeuszi iránymutatásnak nevezi. „Az odüsszeuszi előtekintő iránymutatás esetén a döntéshozók nyilvánosan elkötelezik magukat egy jövőbeli akció mellett, éppúgy, ahogy Odüsszeusz az árbocrúdhoz kötözve önmagát kényszerítette arra, hogy a hajón maradjon.” (*Campbell és szerzőtársai* [2012] 3. o.) A rögzített küszöbértékek elérését megelőzően meginduló gazdasági növekedés és az inflációs cél túllövésével fenyegető áremelkedési pálya kialakulása jelentik azt a szirénhangot, amelyre a jegybank kamatemelésbe kezdhetne (és amely a jegybank szokásos viselkedési szabályával konzisztens is lenne). A rögzített számértékek éppen arra valók, hogy a jegybank ne engedjen a megindult növekedés kísértésének, mert csak kinyilvánított ígéretének megszegése árán kezdhetne kamatemelésbe. Az odüsszeuszi iránymutatás speciális biztosítékot jelent a piac számára az alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradására. Egyúttal a pénzpiacok kevésbé lesznek érzékenyek a váratlan hírekre, ha arra számítanak, hogy az új információk nem tántorítják el a jegybankot nyilvánosan meghirdetett kötelezettségvállalásának teljesítésétől.

Az időinkonzisztencia klasszikus problémájával van dolgunk: a jegybank egy olyan jövőbeli lépésre vállal ma kötelezettséget, amit nem találna optimálisnak, amikor a jövő elérkezik. Ezért Odüsszeuszként kényszeríti magát arra, hogy a jövőben valóban véghez vigye azt, amit ma helyesnek gondol. Odüsszeusz az árbochoz láncolva állt ellen a szirének csábításának. A jegybank pedig számszerű értékek meghirdetésével köti magát a kamatszint fenntartásához, amit csak nagyon súlyos reputációs veszteség árán másíthat meg (*Bihari* [2013]). *Hubert–Labondance* [2013] felvetik a célok hierarchiájának problémáját. Ha a jegybank több változó számszerű értékének eléréséhez köti a kamatemelési ciklus megkezdését, akkor nehézséget jelenthet, ha a megfigyelt változók egymással nem összhangban alakulnak, és nem egyszerre érik el a megjelölt értéket.

Az előtekintő iránymutatás sikere azon múlik, hogy a piac szereplői elhiszik-e a jegybank ígéretét, és ha el is hiszik, mit olvasnak ki belőle. A hihetőség először is

¹⁰ Elképzelhető, hogy adott pillanatban a „régí” és az „új” reakciófüggvény alapján ugyanaz a döntés születne. Például a magas munkanélküliségi ráta magas negatív kibocsátási résre utal, ami sem a régi, sem az új viselkedési mód esetén nem indokol kamatemelést. A reakciófüggvény változását az mutatja, hogy a jegybank által megjelölt időpont/-tartam elérésig a vállalás szerint akkor sem történik kamatváltoztatás, ha a szokásos jegybanki viselkedés (például záródó kibocsátási rés és emelkedő inflációs várakozások) ezt indokolná.

az ígéretet tevő bank hitelességén múlik. Az előretekintő iránymutatást ezért csak a legkomolyabb reputációval bíró jegybankok alkalmazhatják a siker reményével. Vállalásaik teljesítése viszont tovább erősítheti hitelességüket. Ám még az ő esetükben is, minél távolabbi időre vonatkoznak az ígéretetek, annál több fenntartással élhet a piac. *Demiray–Önder–Ünalmis* [2014] és *Goodhart* [2013] kiemelik, hogy azok a döntéshozók, akik a mai ígéreteket teszik, esetleg már nem is lesznek hivatalban az ígéretetek teljesítésének pillanatában. Az újonnan belépő döntéshozók pedig esetleg nem is osztják elődeik nézeteit. Individuális monetáris tanácsok esetében több hangon szólal meg a jegybank, ami felveti az előretekintő iránymutatás hihetőségét gyengítő nem koherens kommunikáció kockázatát.

Abban az esetben is, ha a gazdasági szereplők el is hiszik, hogy még hosszabb ideig nem lesz szigorítás, fontos az is, hogy milyen piaci percepció övezi a kamattartást. Az egyik lehetséges értelmezés az, hogy a jegybank viselkedése megváltozott: a makrokörnyezet javul, amire korábban szigorítással reagált, most pedig nem. A javuló makrogazdasági helyzet mellett fennmaradó alacsony kamatkörnyezet a jelenbeli kereslet növelésére ösztönöz, és ezzel tovább javítja a gazdasági kilátásokat. Ez az értelmezés összhangban áll a jegybank céljaival. Lehetséges azonban, hogy a piac szereplői a kamatszint korábban gondoltnál hosszabb ideig tartó fenntartását a jegybank makrogazdasági kilátásokkal kapcsolatos képének romlására adott válaszként értékelik. A rosszabb gazdasági kilátások a szokásos jegybanki reakciófüggvény alapján is a szigorítás későbbre halasztását indokolják. A rosszabb gazdasági folyamatokkal magyarázott hosszabb kamattartás viszont a reálgazdasági szereplőket nem keresletük élénkítésére, hanem visszafogására készíti. Ez esetben az előretekintő iránymutatás a szándékolttal éppen ellentétes hatást fejt ki. *Woodford* [2012] ezt perverz előretekintő iránymutatásnak nevezi. Az is lehetséges, hogy a piaci szereplők a jegybanki kötvényvásárlások által keltett keresleti sokk eredményének tekintik az alacsony hozamszintet. Ez esetben a sokk lecsengését követően hozamemelkedéstől tarthatnak, ami kedvezőtlenül hat mind a beruházási, mind az állampapírok iránti keresletre (*Bihari* [2013]).

Az előretekintő iránymutatás és az inflációs célkövetés kapcsolata

Észre kell vennünk, hogy az előretekintő iránymutatás és az inflációs célkövetés között nincs feltétlen összhang. Ha a nulla közeli kamatszint a meginduló gazdasági növekedés és emelkedő infláció mellett is összhangban áll a középtávú inflációs cél elérésével, akkor nem kell külön is kötelezettséget vállalni a jegybanknak a kamatszint fenntartására, mert szokásos viselkedési szabályából amúgy is ez következik. Ha a jegybank a kamatszint fenntartásának feltételül az állapotváltozók olyan értékeit jelöli meg, amelyek teljesülése esetén az inflációs célkövetés szabályai szerint amúgy sem emelt volna kamatot, akkor az előretekintő iránymutatás „üres beszéd” (*Buiter* [2009]). Nem sérül az inflációs célkövetés, de az előretekintő iránymutatás nem ad többletinformációt a piac számára. Ha azonban a kibocsátási rés záródása és az inflációs kilátások az inflációs cél túllövésére mutatnak, ám a

kitüntetett állapotváltozók még az előre meghatározott értékek alatt mozognak, és ennek megfelelően a jegybank változatlanul tartja a kamatszintet, akkor tudomásul veszi, hogy csak a szokásos időhorizonton túl teljesül az inflációs cél. Ebben az esetben az előretékintő iránymutatás újszerűsége/lényege nem az idő- vagy állapotfüggő változók alkalmazása, hanem az, hogy hosszabb ideig marad fenn az alacsony kamatszint annál, mint ami a jegybank szokásos viselkedési szabályai (az inflációs célkövetés logikája) alapján következne. Egy ideig még akkor sem szigorít, amikor a gazdasági feltételek alapján ezt kéne tennie, hogy ezzel ösztönzést adjon a keresletnek. Azaz az előretékintő iránymutatás éppúgy lehet üres beszéd, mint a jegybanki viselkedési szabályok megváltozásának közlése.

A Fed többször is kijebb tolta a tervezett kamattartás időtartamát. 2011 augusztusa előtt konkrét dátumok megnevezése nélkül, de egyre határozottabban kifejezésre juttatta az időtartam várható meghosszabbodását (*FOMC* [2008], [2009]). Majd 2011 augusztusában 2013 közepéig, 2012 januárjában már 2014 végéig, 2012 szeptemberében pedig 2015 közepéig ígérte a kamat szinten tartását (*FOMC* [2011], [2012a], [2012b]). A 2011. augusztusi *FOMC*-közlemény a korábban vártnál határozottan lassúbb gazdasági növekedésre hivatkozik (*FOMC* [2011]). A 2012. januári és 2012. szeptemberi közlemény visszafogott gazdasági növekedésről és a nemzetközi pénzüpiacok feszültségei kapcsán a gazdasági kilátásokat érintő számottevő negatív kockázatokról beszél. Ezzel összhangban áll a kamat szinten tartása. Mindezek fényében az Egyesült Államok esetében a kamattartás idejének távolabbra helyezése 2012 szeptemberéig nem utal a Fed viselkedési szabályának megváltozására.

A 2012. decemberi (*FOMC* [2013b], [2013c]) üléséről szóló közlemény viszont azt tartalmazza, hogy mindaddig változatlan maradhat a kamat, amíg a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék felett áll, és egy-két éves időhorizonton az infláció az inflációs várakozások horgonyozottsága mellett fél százalékpontonál nem nagyobb mértékben haladja meg a szövetségi nyíltpiaci bizottság 2 százalékos hosszú távú célját. A korábbi közlemények makrogazdasági helyzetértékelése 2012 decemberére sem változott érdemben, a nyíltpiaci bizottság a gazdasági növekedés ütemét moderálnak minősítette. Ha a jegybank kinyilvánítja, hogy az inflációs célnál 0,5 százalékponttal magasabb inflációra sem ad monetáris politikai választ, akkor ezzel *de facto* 2,5 százalékra emeli az inflációs célt. A 2012. decemberi közlemény jelzi, hogy a nyíltpiaci bizottság több tényező mérlegelése alapján dönt arról, hogy meddig tartja fenn a megengedő monetáris politikai magatartást, és tér vissza a maximális foglalkoztatással és 2 százalékos inflációs céllal összhangban álló gyakorlathoz. Addig viszont a piacok és az elemzők csak a 2,5 százalékot tudják a tényleges célértéknek tekinteni.

Fontos megjegyezni, hogy ezzel a döntéssel egyidejűleg publikált előrejelzés (*Fed* [2012]) sem utalt az infláció olyan jövőbeli emelkedésére, aminek 2 százalékra korlátozása túlzott reálgazdasági költségeket okozott volna. 2015-ig az inflációs ráta előrejelzési sávjának felső értéke sem lépte túl a 2 százalékos célértéket. A döntés a Fed viselkedésszabályának megváltozását jelzi. A célnál magasabb infláció megengedése az alacsony kamatkörnyezet hosszabb fennmaradásáról biztosította a piaci szereplőket. Az infláció iránti engedékenységet az indokolhatta, hogy a nominális

kamatok alsó korlátjának merevsége miatt a növekedés érdekében szükséges alacsony reálkamat szintet csak az inflációs célnál magasabb érték megengedésével lehetett elérni. Tehát a válságból való mielőbbi kilábalás a Fed számára az inflációs cél teljesülésénél fontosabb volt.

A FOMC 2012. decemberi döntéséhez nagyon hasonló tartalmú határozat született a Bank of England 2013. augusztusi monetáris tanács (MPC) ülésén (BoE [2013c]). A egyesült királyságbeli háttér azonban különbözött. A kamat szinten tartásának egyik feltételül a monetáris tanács azt szabta, hogy az elkövetkező 18–24 hónapban az infláció 0,5 százalékpontonál nagyobb mértékben ne haladja meg a 2 százalékos inflációs célt.¹¹

Kedvezőtlen növekedési helyzetben és pozitív inflációs rés (cél feletti előrejelzés) esetén a túlzott reálgazdasági költség elkerülése érdekében ésszerű lehet, ha a jegybank csak lassabban (a szokásos másfél-két éves időhorizonton túl) vezeti vissza az inflációt a kívánt értékre. Elképzelhető, hogy növekedési oldalon nagyobb jóléti veszteség származik az inflációs cél elérését biztosító szigorítás következtében, mint a növekedés mihamarabbi élénkítése miatt vállalt inflációs túllövésből. Az eredeti célhoz való ragaszkodás (és egy ennek megfelelő korai monetáris szigorítás) a negatív kibocsátási rés záródása ellen hat. Nagy-Britanniában ez volt a helyzet. A 2013. májusi és augusztusi inflációs jelentés (BoE [2013b], [2013c]) is cél feletti inflációt jelzett előre az elkövetkező két évre a GDP 0,3-0,4 százalékos növekedése mellett. A +0,5 százalékpontos inflációs túllövés megengedése ilyen körülmények inkább a célhoz való lassabb visszatérésként, semmint az inflációs cél *de facto* feladásaként értékelhető. Az inflációs célkövetés rugalmas értelmezése megadja a lassabb célérelérés alkalmazási szabadságát, és nem jelent kilépést az elvi keretrendszerből.¹² A döntést magyarázó kiadványában az angol jegybank monetáris tanácsa hangsúlyosan kinyilvánítja, hogy az „inflációs cél folyamatosan érvényben van” (BoE [2013] 5. o.).

Azt mutattuk meg, hogy nincs eredendő ellentmondás az előrettekintő iránymutatás és az inflációs célkövetés között. A konkrét alkalmazási mód dönti el, hogy a konzisztencia sérül-e. Az Egyesült Államok esetében az előrettekintő iránymutatással az inflációs cél, az Egyesült Királyság esetében pedig a cél elérésnek jegybank által vállalt időigénye módosult. Paradox módon az Egyesült Államokban a cél megváltoztatásából nem következett korrekció a monetáris politikában, mert a rendelkezésre álló inflációs előrejelzések alapján belátható időn belül az eredeti cél mellett sem merült fel a kamatemelés szükségessége. A cél változtatásának alapvetően a piacok megnyugtatósa volt az értelme. Az Egyesült Királyság

¹¹ További feltételként szabták a munkanélküliségi ráta 7 százalék feletti értékét, az inflációs várakozások horgonyozottságának fennmaradását, valamint azt, hogy a monetáris politika oldaláról ne keletkezzen olyan pénzügyi stabilitási kockázat, amit a felügyeleti hatóság eszközeivel nem lehet megfelelően kezelni.

¹² Nem mindenki gondolja így. *Buiter* [2013] szerint nem csupán az inflációs cél módosult, hanem a Bank of England a rugalmas inflációs célkövetést kettős cél követésévé változtatta, amelyben egyenrangú fontosságú az inflációs és a növekedési szempont. Más értékelések szerint a Bank of England saját, az inflációs célkövetésből levezetett reakciófüggvényének minél jobb megértésére, nem pedig a viselkedésében bekövetkező bármilyen változtatás meghirdetésére használja az előrettekintő iránymutatást (*Miles* [2013], *BoE* [2013]).

esetében az eredeti célhoz való ragaszkodás kamatemelést tett volna szükségessé, annak minden negatív reálgazdasági következményével. Azért, hogy ezt elkerüljék, megnövelték az időhorizontot. A Bank of England esetében az inflációs célértékhez való lassabb visszatérést a célkövetés keretrendszerén belüli magatartásváltozásként értékelhetjük. A két eset gyökeresen más. Az inflációs célt meghaladó inflációs kilátások esetén cselekvési (kamatemelési) kényszer nehezedik a jegybankra, a céltól elmaradó inflációs kilátások esetén ilyen (emelési) kényszer nincs.

Az eredményesség megítélése

A tapasztalatok szerint a hozamok csökkentek, de ebben az egyidejűleg ható tényezők (nem utolsósorban a kötvényvásárlási programok) szerepét nehéz különválasztani. Számos vizsgálat született, az eredmények pedig meglehetősen eltérnek egymástól.

Az előretekintő iránymutatás révén a jegybank arról igyekszik meggyőzni a piaci szereplőket, hogy várakozásaiknál alacsonyabb hozamszintre vagy az alacsony hozamszint tartósabb fennmaradására hosszabb időhorizontra számíthatnak. Ennek az új monetáris politikai eszköznek az eredményességét is a piaci reakciók változása alapján lehet megítélni. A jegybank kommunikációs erőfeszítései sikeresnek tekinthetők akkor, ha az előretekintő iránymutatást követően (és nem más tényezők hatására) a hozamok mérséklődnek. Ha a hozamok nem változnak vagy emelkednek, az előretekintő iránymutatás mérlege nehezebben vonható meg. Alacsony nominális és negatív reálkamatok mellett a sikerességet nem feltétlenül a további hozamcsökkenés jelenti. Egy ilyen időszakban ésszerűbb a hozamok stabilitását sikerkritériumnak tekinteni, különösen akkor, ha a piacokon hozamemelkedési félelmek is érzékelhetők. Előfordulhat az is, hogy iránymutatás nélkül a hozamok emelkedtek volna, vagy a bekövetkezettnél nagyobb mértékű lett volna a hozamemelkedés, és éppen az előretekintő iránymutatás hatására nem következett be (nagyobb) emelkedés. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a hozamok csökkenése az előretekintő iránymutatás sikerességének elégséges bizonyítéka, a hozamok emelkedése viszont nem automatikusan a sikertelenség jele.

Mindezek miatt az előretekintő iránymutatás sikeressége körül tapasztalható szakmai viták természetesnek tekinthetők. *Woodford* [2012] kiemeli, hogy a FOMC kamattartás hosszára (hosszának megváltozására) vonatkozó közleményei jól mérhető azonnali hatást gyakoroltak a hosszú lejáratú hozamok alakulására, ami a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos várakozások módosulására utal (a hozamgörbe laposabbá vált). A kamattartás előirányzott időszakán belül azonban fennmaradt a hozamgörbe pozitív meredeksége, amiben szerepet játszhat az is, hogy a piaci szereplők a kamattartásnak nem adtak 100 százalékos valószínűséget az időszak teljes hosszában. *Goodhart* [2013] kanadai és angol tapasztalatok alapján viszont azt állapítja meg, hogy a bejelentések hatása rövid futamidejű hozamok esetében kimutatható, a hosszúak esetében viszont nem. Hasonló következtetésre jut *Kool-Thornton* [2012]. *Svensson* [2014] a svéd gyakorlatból talál példát a publikált kamatpálya csökkenő kamataihoz szorosan igazodó és egy későbbi alkalommal az emelkedő

kamatpályával éppen ellentétesen alakuló piaci várakozásokra. *Filardo-Hofmann* [2014] négy jegybank (Fed, Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan) gyakorlatának áttekintése alapján azt állapította meg, hogy a jegybanki bejelentéseket követően – országonként és időben eltérő mértékben – mérséklődtek a hozamok, a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos várakozások volatilitása (különösen rövidebb időhorizonton) pedig egyértelműen csökkent.¹³

Óvatos megfogalmazással kijelenthető, hogy az előretekintő iránymutatás hozzájárult a hozamcsökkenéshez. Legkisebb mértékben a delphoi típusú, legnagyobb mértékben pedig az odüsszeuszi típusú, az állapotváltozók konkrét értékeinek megnevezését is magában foglaló eszköz alkalmas a (hosszú) hozamok csökkentésére. A bekövetkezett hozamcsökkenések is azt sugallják, hogy a piaci szereplők az előretekintő iránymutatást a jegybank reakciófüggvényének megváltozásaként, nem pedig a kedvezőtlenebb gazdasági kilátások jelzéseként értékelik. Ellenkező esetben a hozamok nem csökkentek, hanem inkább emelkedtek volna.

Feladhatók-e az ígéretetek?

Az előretekintő iránymutatás keretében a jegybankok csak olyan kötelezettségeket vállalhatnak, amelyeket nagy valószínűséggel be is tudnak tartani. Az ígéretetek megszegése nemcsak az aktuális költségeket veti vissza, hanem jelentősen csökkentheti a jegybanki hitelességet.

A jegybank jövőre vonatkozó vállalásai a teljesíthetetlen ígéretetek és a teljes bizonyossággal bekövetkező események szélsőségei között helyezkednek el. Egy biztosan bekövetkező eseményre vonatkozó vállalásnak nincs várakozásbefolyásoló hatása. A teljesíthetetlen ígéretnek pedig nincs hitele. Az igazi problémát az jelenti, ha a bejövő új információk az ígéretetek felülvizsgálatát indokolják. Ez az odüsszeuszi probléma. *Lee* [2013] világos megfogalmazásában: „minél sikeresebb az előretekintő iránymutatás a növekedés és a foglalkoztatás ösztönzésében, annál nagyobb a jegybank késztetése a lazító politika ígértnél korábbi befejezésére”. (1. o.) Ilyen esetben a jegybank azzal a dilemmával szembesül, hogy ígéreteinek megmásítása hitelességi veszteséggel jár, az ígéretetekhez való ragaszkodás pedig az újonnan rendelkezésre álló információk fényében az optimálistól eltérő magatartásra vezet. Egy fiktív példával élve, ha a kötvényvásárlási programok eredményeként eszközárbuborék keletkezik, a pénzügyi stabilitás védelmében a jegybank rákényszerülhet arra, hogy a beharangozottnál hamarabb emeljen kamatot. A hitelességi veszteség ebben az esetben sem törvényszerű. A piacok is beláthatják, hogy a pénzügyi stabilitást fenyegető veszélyek esetén a szigorítás korábbi megkezdésének nincs értelmes alternatívája. Feltehetően Odüsszeusz is eloldoztatta volna magát az árbocrúdtól, ha azt látja, hogy a hajó sziklaszirtnek ütközik. Kevésbé élesen merül fel ez a probléma a delphoi típusú iránymutatás esetében. Mivel ilyen esetben az iránymutatás eleve a rendelkezésre álló információk alapján készülő makrogazdasági helyzetértékeléshez

¹³ Az eredményeket részletesebben ismerteti *Csortos-Lehmann-Szalai* [2014].

kötődik, az információk és a helyzetértékelés változása hitelességvesztés nélkül vezethet az iránymutatás módosulásához. Széles lehet ugyanakkor azoknak az eseteknek a köre, amikor az új információkat és a kockázatokat nem azonos módon értékeli a piac és a jegybank. Ilyenkor az optimálistól eltérő jegybanki magatartás miatti jóléti veszteség, illetve az ígéretnek megszegése miatti hitelességi veszteség következményeit kell mérlegre tenni.

Tanulságok, összefoglalás

A globális válságot követően az árstabilitás helyreállítása és a gazdasági növekedés újbóli beindítása sok országban nagyobb mértékű kamatcsökkentést igényelt annál, mint amennyit a jegybankok meg tudtak valósítani. A kamatpolitika lehetőségei az alsó kamatkorlát elérésével kimerültek, és a megvalósult kamatcsökkentés nem bizonyult elégségesnek a szükséges inflációs és reálgazdasági fordulat eléréséhez. A monetáris lazítás folytatására több országban indított vállalati és állami értékpapír-vásárlási programok tovább mérsékeltek a hozamokat, de nem tudták teljességgel eloszlatni az alacsony hozamszint tartósságával kapcsolatos piaci aggodalmakat. Egy közeli kamatemeléstől való félelem kedvezőtlenül hat az aktuális értékpapír-vásárlásokra is, és ezen keresztül gátolja e programok hozamcsökkentő hatásának teljes kibontakozását. A piaci szereplők attól tarthattak, hogy az értékpapír-vásárlási programok hatására előbb-utóbb beinduló növekedésre a jegybank monetáris szigorítással válaszol. Erre válaszként egyes jegybankok a *jövőbeli* kamatpályára vonatkozó iránymutatással próbálták hatást gyakorolni a piaci szereplők jelenbeli viselkedésére.

Az előretékintő iránymutatást a monetáris politika új eszközének tekintjük, ami a válság utáni időszakban, az alsó kamatkorlát fennállásakor a kamatpolitika helyettesítőjeként működött. Alkalmazásával a jegybank célja a kamatpolitika hatástalanná válásával megrekedt monetáris lazítás folytatása, illetve a tartósan alacsony hozamkörnyezet piaci percepciójának kialakítása volt. A jegybank az iránymutatás különböző módszereivel azt jelezte a piaci szereplők számára, hogy hosszabb ideig tartja fenn az alacsony kamatszintet annál, mint ami szokásos viselkedése alapján következne. A jegybanki iránymutatás a korábbi viselkedési szabályok figyelembevételével kialakult eredeti kamatvárákozásokat egy ideig valóban mérsékelte, majd pozitív szerepet játszott az eszközvásárlási programok kivezetésére vonatkozó bejelentéseket követő hozamemelkedés tompításában is. Ennek alapján sikeresnek tekinthetjük a piaci várákozások befolyásolásának ezt a módját.

Az előretékintő iránymutatás alapvetően a jegybank (egyik) válasza az alsó kamatkorlát miatt beszűkült mozgástér tágítására. Ebből következően sokan úgy gondolják, hogy az alsó korláttól eltávolodó kamatszint esetén szükségtelemmé válik az iránymutatás, mert a kamatpolitika visszanyeri elveszett képességét a várákozások befolyásolására. A feldolgozott időszak tapasztalatai alapján elképzelhető – és kívánatos is lehet –, hogy a jegybankok a nagyobb transzparencia, a kiszámíthatóbb gazdasági környezet és a piaci várákozások befolyásolásának önálló eszközöként tartósan használják az előretékintő iránymutatást.

Hivatkozások

- ÁBEL ISTVÁN [2015]: A monetáris politika globális tendenciái és a stabilitási kockázatok. *Közgazdasági Szemle*, 62. évf. 3. sz. 284–304. o.
- AGLIETTA, M. [2013]: Politique monétaire: nouveaux territoires, nouveaux horizons. *L'économie mondiale* 2014. La Découverte, szeptember, 43–61. o.
- BIHARI PÉTER [2013]: Nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazása Magyarországon és külföldön – néhány tapasztalat. *Közgazdaság*, 39–61. o. unipub.lib.uni-corvinus.hu/1404/1/Bihari_39-62.pdf.
- BoE [2013a]: Monetary policy trade-offs and forward guidance. Bank of England, August 13. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf.
- BoE [2013b]: Inflation Report, August 2013. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13aug.pdf>.
- BoE [2013c]: Inflation Report, May 2013, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13may.pdf>.
- BoE [2015]: Inflation Report, Bank of England, February 2015, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/inflationreport/2015/feb.aspx>.
- BUITER, W. [2009]: Negative nominal interest rates: three ways to overcome the zero lower bound. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 20. No. 3. 213–238. o.
- BUITER, W. [2013]: Forward Guidance: More than Old Wine in New Bottles and Cheap Talk? Citi Research, Economics, Global Economics View, szeptember 25.
- CAMPBELL, J.–EVANS, C.–FISHER, J.–JUSTINIANO, A. [2012]: Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 44. No. 1. 1–80. o.
- CSORTOS ORSOLYA–LEHMANN KRISTÓF–SZALAI ZOLTÁN [2014]: Az előrettekintő iránymutató elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai. *MNB Szemle*, július, 45–55. o.
- DEMIRAY, G.–ÖNDER, Y. K.–ÜNALMIS, I. [2014]: Forward Guidance or Cacophony. Working Paper, Central Bank of Turkey. No14/25.
- FED [2012]: Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, december <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20121212.pdf>.
- FILARDO, A.–HOFFMANN, B. [2014]: Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*, március, http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf.
- FOMC [2008]: Minutes of the Federal Open Market Committee, December 15–16. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20081216.pdf>.
- FOMC [2009]: Minutes of the Federal Open Market Committee, March 17–18. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20090318.htm>.
- FOMC [2011]: Minutes of the Federal Open Market Committee, August 9, <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20110809.htm>.
- FOMC [2012a]: Minutes of the Federal Open Market Committee, January 24–25. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20120125.htm>.
- FOMC [2012b]: Minutes of the Federal Open Market Committee, September 12–13. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20120913.htm>.
- FOMC [2012c]: Minutes of the Federal Open Market Committee, December 11–12. <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20121212.htm>.
- GOODHART, C. [2013]: Debating the Merits of Forward Guidance. Megjelent: *Haan, W. den* (szerk.): *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market*

- Participants. VoxEU.org eBook, 151–156. o. <http://www.voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>.
- HAAN, W. DEN (szerk.) [2013]: Introduction. Megjelent: *Haan, W. den* (szerk.): *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*. VoxEU.org eBook, 1–21. o. <http://www.voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>.
- HUBERT, P.–LABONDANCE, F. [2013]: Le clair-obscur du «forward guidance» de la BCE. Observatoire français des conjonctures économiques, blog, november 7. <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/forward-guidance-bce-politique-monetaire>.
- IMF [2013]: Unconventional Monetary Policies – Recent Experiences and Prospects. IMF Background Paper, április 18. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813.pdf>.
- INFLATION REPORT... [2015]: Inflation Report Press Conference. Thursday 12th February 2015. Opening Remarks by the Governor. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2015/irspnote120215.pdf>.
- KOOL, C. F.–THORNTON, D. [2012]: How Effective is Central Forward Guidance? Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper Series, 2012-063A, <http://research.stlouisfed.org/wp/2012/2012-063.pdf>.
- 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. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu-mt100/MT100.pdf.
- LEE, W. [2013]: Some Guidance on Forward Guidance. Citi, Global Perspectives & Solutions, szeptember 17. <https://www.citivelocity.com/citigps/OpArticleDetail.action?recordId=286>.
- MCLEAY, M.–RADIA, A.–THOMAS, R. [2014]: Money creation in the modern economy. Bank of England Quarterly Bulletin, I. né.
- MILES, D. [2013]: Monetary policy and forward guidance in the UK. Megjelent: *Haan, W. den* (szerk.): *Forward Guidance: Perspectives from Central Bankers, Scholars and Market Participants*. VoxEU.org eBook, 57–76. o. <http://www.voxeu.org/content/forward-guidance-perspectives-central-bankers-scholars-and-market-participants>.
- POLOZ, S. S. [2014]: Integrating Uncertainty and Monetary Policy-Making: A Practitioner’s Perspective. Discussion Paper, 2014-6. <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2014/10/dp2014-6.pdf>.
- SVENSSON, L. [2014]: Forward Guidance. NBER Working Paper, No. 20796. <http://www.nber.org/papers/w20796>.
- SWANSON, T. [2011]: Let’s twist Again: A High-Frequency Event-study. Analysis of operation twist and Its Implications for QE2. Economic Studies Program, the Brookings Institution, Brookings Papers on Economic Activity, Vol. 42. No. 1. 151–207. o.
- TÓTH MÁTÉ BARNABÁS [2006]: Az átláthatóság szerepe a jegybanki stratégiában. *Közgazdasági Szemle*, 53. évf. 12. 1080–1100. o.
- WOODFORD, M. [2012]: Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. előadásanyag, Federal Reserve Bank of Kansas City Symposiumon “The Changing Policy Landscape,” Jackson Hole, Wyoming, szeptember, <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2012/mw.pdf>.