

RENDKÍVÜLI IDŐK RENDKÍVÜLI INTÉZKEDÉSEKET KÖVETELNEK – AVAGY A FED ÉS AZ EKB KORONAVÍRUSVÁLSÁGRA ADOTT MONETÁRIS VÁLASZA

RADICAL TIMES REQUIRE RADICAL MEASURES – THE FED AND THE ECB MONETARY RESPONSE TO THE PANDEMIC

Kész Bianka ¹¹

¹Közgazdaságtan és Világgazdaságtan Intézet Gazdaságtudományi Kar, Debreceni Egyetem, Magyarország

Kulcsszavak:

nemkonvencionális jegybanki eszközök
koronavírusjárvány
válságkezelés
eszközvásárlás
jegybankmérleg

Keywords:

unconventional monetary tools
coronavirus crisis
crisis management
asset purchase
central bank balance sheet

Összefoglalás

Tanulmányomban a Federal Reserve és az Európai Központi Bank által alkalmazott, koronavírusválság során bevezetett nemkonvencionális intézkedéseit mutatom be. A pandémiát a historikusan alacsony kamatok időszaka előzte meg, így annak kirobbanásakor a jegybankok fő monetáris politikai eszköze, az alapkamat hatástalannak bizonyult a gazdaság további élénkítésére, melyből adódóan a jegybankok úgynevezett nemkonvencionális intézkedéseket vezettek be. A tanulmány elsődleges célja, hogy bemutassa a jegybanki eszköztár elemeinek, azon belül is a nemkonvencionális intézkedések elméleti működését, továbbá az általuk elérni kívánt gazdasági célokat. Ezen kívül a dolgozat sorra veszi az egyes jegybankok által implementált vészhelyzeti eszközvásárlási programokat, amelyek elsődleges célja a koronavírus járvány negatív gazdasági hatásainak mérséklése és a gazdasági stabilitás megőrzése volt egy rendhagyó és rendkívül megpróbáltató helyzetben.

Abstract

In my study, I examine the unconventional measures implemented by the Federal Reserve and the European Central Bank during the coronavirus crisis. The outbreak of the pandemic was preceded by a prolonged period of historically low interest rates, which significantly constrained the effectiveness of central banks' primary monetary policy instrument – the policy rate – in providing additional economic stimulus. As a result, the central banks introduced so-called unconventional measures. The primary aim of this study is to present the components of the central bank toolkit, with a particular focus on the theoretical functioning of unconventional measures and the economic objectives they sought to achieve. Additionally, the paper reviews the

¹¹Tel.: +36 70 576 8873

E-mail cím: keszbianka@gmail.com

A KULTURÁLIS ÉS INNOVÁCIÓS MINISZTERIUM EKÖP-24- 1 KÓDSZÁMÚ EGYETEMI KUTATÓI ÖSZTÖNDÍJ PROGRAMJÁNAK A NEMZETI KUTATÁSI, FEJLESZTÉSI ÉS INNOVÁCIÓS ALAPBÓL FINANSZÍROZOTT SZAKMAI TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT.

emergency asset purchase programs implemented by the respective central banks, whose main goal was to mitigate the negative economic effects of the coronavirus pandemic and maintain economic stability in an exceptional and highly challenging situation.

1. Bevezetés

Az elmúlt évek során a nemkonvencionális eszközök a jegybanki eszköztár kulcsfontosságú elemeivé váltak. A jelenség háttérében az elmúlt két évtized alatt bekövetkezett két nagy gazdasági válság, a 2000-es évek végén kibontakozó pénzügyi világválság, illetve a nemrég egész világot megrázó koronavírus járvány. A két krízis teljesen eltér egymástól – míg előbbi a bank- és pénzügyrendszer strukturális hibáiból gyökerező dominóhatás, addig utóbbi egy emberéleteket veszélyeztető egészségügyi válság volt. Bár a két eseményt kiváltó ok nem összehasonlítható, egy valami megegyezik bennük: a kezelésükre adott monetáris válasz. A jegybankok nulla közeli szintre csökkentették irányadó rátájukat, így ezen keresztül már nem voltak képesek hatni a gazdaságra. A jegybankok legfőbb monetáris politikai eszköze bár hatástalanná vált, ez nem jelentette a jegybanki eszköztár „puskapor” nélkül maradását. A jegybankok rendelkezésére állnak ugyanis úgynevezett nemkonvencionális eszközök is, amelyek alkalmazásán keresztül képesek élnékíteni a gazdaságot.

Tanulmányom fő célja, hogy bemutassam a globálisan legmeghatározóbb jegybankok, a Federal Reserve és az Európai Központi Bank pandémiás időszak alatt bevezetett nemkonvencionális intézkedéseit. A Szakirodalmi áttekintés című fejezet célja ezen eszközök csoportosítása, majd azok működésének és céljának részletes bemutatása. A terjedelmi korlátokra való tekintettel az Eredmények című fejezetben a jegybankok által bevezetett intézkedések közül az eszközvásárlásokra irányuló programokat fejtem ki részletesen. A fejezetben kitérek ezek pénzügyi, gazdasági, illetve jegybankmérleg-összetételre gyakorolt hatására egyaránt, továbbá értékelem azok hatásosságát.

Dolgozatom végén az eredmények tükrében megfogalmazásra kerülnek következtetéseim, javaslataim, valamint kijelölésre kerülnek a további kutatási irányok. Tanulmányomat összegzéssel zárom, amely még egyszer hangsúlyozza a kutatás legfontosabb eredményeit, az eredmények hasznosíthatósági lehetőségeit.

2. Szakirodalom áttekintés

A monetáris politika lehet restriktív vagy ezzel ellenkezőleg, expanzív. Válságok idején, amikor a gazdaság nehézségekkel küzd és az aktivitás jelentősen bezuhan, a jegybank különböző csatornákon keresztül képes befolyásolni a gazdaságot. A központi bankok tipikusan az alapkamat meghatározásával, vagyis a kamatcsatornán keresztül hatnak a gazdaságra. A kamatpolitika azonban korlátozott, ugyanis az alapkamat nulla közeli szintre való csökkentésével könnyen hatástalanná válhat. Ebben az esetben, az árstabilitás biztosítása érdekében, a jegybankok úgynevezett nemkonvencionális eszközeiken keresztül nyújtanak támogatást a gazdasági szereplők számára.

Smaghi (Bini Smaghi, 2009), az Európai Központi Bank Igazgatóságának tagja szerint is az abnormális idők a nemkonvencionális eszközök alkalmazását követelik meg. Két erős indokot nevezett meg, amikor a jegybanknak fontolóra kell vennie ezek bevezetését. Az egyik a kamatpolitika mozgásterének beszűkülése, amikor a kialakult nullaközeli nominális kamatszint következtében további kamatsökkentés lehetősége már nem áll a monetáris politika rendelkezésére. Megfogalmazása szerint ebben az esetben további monetáris ösztönzés csak a (i) közép- és hosszú távú kamatvárakozások irányításával, (ii) a jegybanki mérleg összetételének módosításával, illetve (iii) annak méretének növelésével lehetséges. Második indoknak azt az esetet hozta fel, amikor bár az aktuális kamatszint még teret biztosítana egy lehetséges vágásra, a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának károsodása miatt az mégis hatástalannak bizonyulna. Ebben az esetben a jegybankok dönthetnek a rövid távú nominális kamatok nagyléptékű csökkentése, illetve a nem-hagyományos intézkedések bevezetése mellett.

Bernanke és Reinhart (Bernanke & Reinhart, 2004) szerint nemkonvencionális eszközökről beszélünk az alábbi esetekben:

- (i) a jegybankmérleg mérete a rövid távra szóló irányadó ráta nullán tartásához szükséges szint fölé emelkedik;

- (ii) a piac relatív értékpapírkínálatát a jegybankmérleg összetételének módosításán keresztül változtatják;
- (iii) illetve a befektetők biztosítása arról, hogy a jegybank a jövőben a várakozásoknál alacsonyabban tartja a rövid távra szóló kamatrátáját.

Krekó Judit és szerzőtársai (Krekó et al., 2012) a nemkonvencionális eszközöket alkalmazási módjuknak megfelelően különböztették meg, mely alapján beszélhetünk likviditásnyújtó eszközökről, közvetlen hitelpiaci beavatkozásról, illetve állampapír-vásárlásról, míg a Globális Pénzügyi Rendszer Bizottságának (CGFS) elemzése szerint a nemkonvencionális eszközöket négy kategória szerint csoportosíthatjuk (Potter & Smets, 2019):

- (i) negatív kamatok,
- (ii) likviditásbővítő intézkedések,
- (iii) eszközvásárlási programok és
- (iv) előretekintő iránymutatás.

A két besorolási módszer között megfigyelhetőek átfedések, ugyanakkor a CGFS tanulmány külön kategóriába sorolja, amikor a jegybank kommunikációjában direkt jelzést ad monetáris politikai álláspontjáról. Dolgozatomban a CGFS tanulmány szempontrendszerét alkalmazom a nem-hagyományos eszközök részletes bemutatására.

2.1. Negatív kamat

Grégory Claeys (Claeys et al., 2023) szerint a mennyiségi lazításhoz vagy az előretkintő iránymutatáshoz képest a negatív kamatpolitika (negative interest rate policy, NIRP) számít a leghagyományosabb nemkonvencionális eszköznek, ugyanis működésében mindaddig megegyezik a normál értelemben vett kamatcsökkentő intézkedésekkel, míg annak transzmissziója a banki és piaci kamatok fölött teljesül.

Más eszközökkel ellentétben – amelyek már a globális pénzügyi világválság előtt is a jegybanki eszköztár részét képezték – a negatív kamatok elfogadása számított egyedül újszerű intézkedésnek. Negatív kamatok mellett a központi bank kamatfizetésre kötelezi a nála tartalékokat tartó kereskedelmi bankokat, így ösztönzően hat a beruházásokra, illetve a hitelezési hajlandóságra. Negatív kamatok mellett tehát érdekesebbé válik a fogyasztás, mint a megtakarítás, ami végül a gazdaság élénkítését eredményezi majd (Kenton, 2022).

A negatív kamatok hatásukat különböző csatornákon keresztül fejtik ki. Egyrészt, a negatív kamatok erősítik az árfolyamcsatorna hatásmechanizmusát; a negatív kamatvárakozások leértékelési nyomást helyeznek a valutára, ami ösztönzően hat az exportra, ugyanakkor drágítja az importárúkat, vagyis növeli a kibocsátást és inflációt gerjeszt. Másodszor, a transzmisszióban jelentős szerepet betöltő portfólió-kiegyensúlyozó hatás, ami bár a hagyományos kamatpolitika mellett is jelen van, hatása negatív kamatkörnyezetben sokkal erősebb. Harmadszor pedig hatással van a kamatvárakozások alakulására is (Claeys et al., 2023).

2.2.2. Likviditásbővítő intézkedések

Ide tartoznak azon intézkedések, amelyek pénzügyi közvetítőknél kínálnak könnyű forrásszerzési lehetőséget. A jegybankok eszköztára már korábban is tartalmazott likviditásbővítő intézkedéseket (rövid lejáratra szóló hitelek), így alapvetően nem számítanak nemkonvencionálisnak. A válság alatt a központi bankok azonban olyan új programokat vezettek be vagy alakították át a már meglévőket, amelyek strukturális kialakításukban bizonyultak nem-hagyományosnak.

Normál körülmények között, amikor a pénzpiacok zavartalanul működnek, a jegybankok korlátozzák a pénzügyi közvetítőrendszer számára nyújtott likviditás mértékét, azonban válság során (mind a 2008-as, mind pedig a koronavírusválság idején) a bankok forrásszerzési nehézségekkel küzdöttek, a bankrendszer likviditási feszültsége pedig egyre erősebbé vált, ami a banki hitelezés megszűnésével fenyegetett. Ennek elkerülése érdekében a jegybankok megnövekedett, bizonyos esetekben pedig korlátlan likviditás mellett kínáltak fel könnyen elérhető forráslehetőséget a bankrendszer számára. Alapesetben a központi bankok – a kockázatmentesítés érdekében – magas likviditási besorolású eszközöket fogadnak el fedezetként, ami viszont korlátozza az egyes programok elérhetőségét. A nagyobb hozzáférhetőség érdekében a jegybankok a kevésbé likvid vagy magasabb kockázati besorolású értékpapírok befogadásával bővítették a fedezeti kört,

amivel közvetetten élénkítették a befogadott eszközök piacát is, hozzájárulva ezzel azok hozamának mérséklődéséhez. Mindemellett a hitelek hosszabb futamidő mellett, széles ügyfélkör számára hirdették meg, melyek közül előbbi a kamatvárakozások normalizálódásán keresztül járult hozzá a hozamgörbe laposan tartásához, míg utóbbi azon gazdasági szereplőket is likviditáshoz juttatta, akik korábban nem álltak a jegybankkal szerződéses kapcsolatban (Krekó et al., 2012).

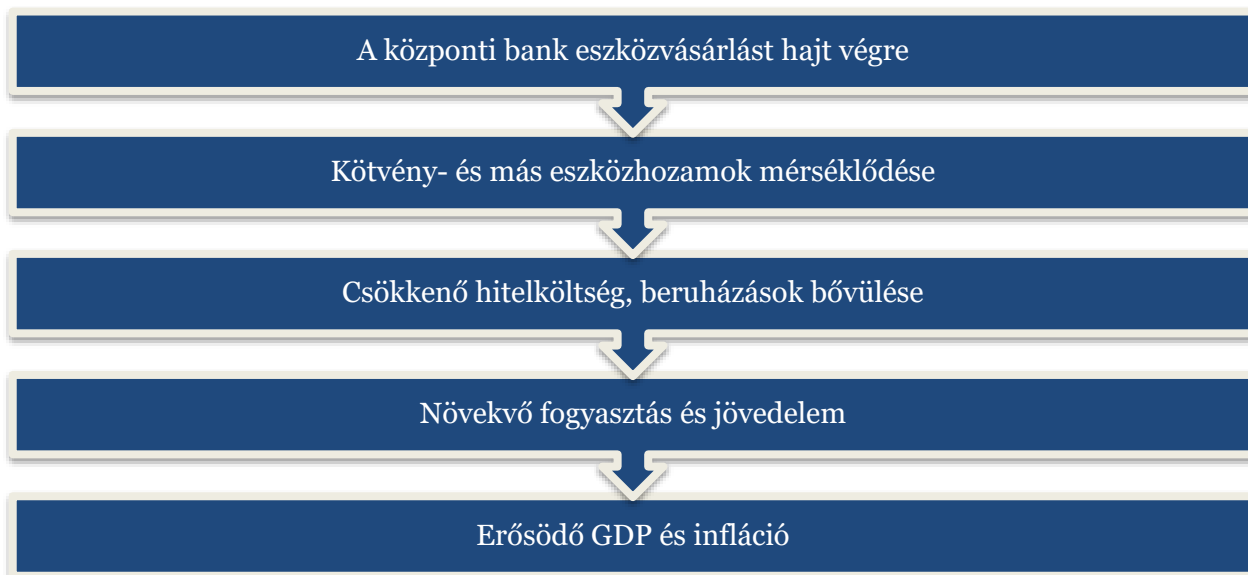
2.2.3. Eszközvásárlási programok

Az eszközvásárlási programok keretében a jegybank a piacokon értékpapírokat vásárol. A vásárolt eszközök típusától függően megkülönböztetünk állampapír-, illetve vállalati kötvényvásárlási programokat. Előbbi esetben a jegybank az államadósság-finanszírozását vállalja, míg utóbbi a magánszektor hitelkockázatának átvállalását jelenti (Krekó et al., 2012).

A likviditásbővítő intézkedésekhez hasonlóan a nyílt piacokon végzett eszközvásárlások is régóta a jegybanki eszköztár részét képezik. Ide sorolhatóak a deviza eladások, illetve -vásárlások is, amelyekre Borio és Disyatat (2009), mint a hagyományos jegybanki eszköztár elemeiként hivatkoznak. Megállapításuk szerint az eszközvásárlásokat a rajtuk keresztül elérni kívánt piacok átorientálódása tette atipikussá.

Az eszközvásárlásokon keresztül a jegybank megváltoztatja mérlegösszetételét. Bernanke és Reinhart (Bernanke & Reinhart, 2004) szerint a jegybank akkor is képes bővíteni tartalékát, ha az egynapos betéti kamat nullára csökken és az új tartalékszint meghaladja az egynapos kamatláb nullán tartásához szükséges szintet. Erre az eljárásra a szerzők mennyiségi lazításként (quantitative easing, QE) hivatkoznak.

A QE hatása a gazdaságra nagyon hasonló a kamatcsökkentéshez. Kötvényvásárlással a jegybank megnövekedett keresletet generál a pénzpiacon, ami az eszközök árának emelkedéséhez vezet. Ez a kötvényhozamok csökkenéséhez (az ár és a kamat ellentétes irányú mozgása), laposabb hozamgörbéhez és ezáltal normalizálódó kötvénypiacokhoz vezet. Ez a pozitív hatás átszivárog más eszközpiacokra is, míg végül az egész gazdaságot eléri. A kötvényvásárlási műveleteken keresztül a bankok pénzhez jutnak, amelyet más eszközökbe, mint például értékpapírokba fektetnek be. A részvényárakat a megnövekedett kereslet felfelé tolja, ami a részvénytulajdonosok jövedelembővülését jelenti majd. Mindez élénkítőleg hat a fogyasztásra, ami végül hozzájárul a gazdaság fellendüléséhez (1. ábra) (Smith, 2021).



1. ábra: Az eszközvásárlások transzmissziója (forrás: A szerző)

A mennyiségi lazítás három fő transzmissziós csatornán keresztül fejti ki hatását a gazdaságra:

- (i) signalling (monetáris politikai jelzés) csatorna,
- (ii) portfólió-kiegyensúlyozási csatorna és
- (iii) likviditási csatorna.

A signalling (monetáris politikai jelzés) csatornát felhasználva a központi bank jelzi a magánszektor számára, ha nagy mennyiségű eszközvásárlásba kezd. A jegybank a laza monetáris kondíciók fenntartása mellett szóló elköteleződését látva a befektetők várakozásai megváltoznak és alacsony rövid távú kamatokra, ezáltal csökkenő hosszabb-távú hozamokra számítanak. A vásárlások a portfólió-kegyensúlyozási csatornán keresztül hatással van az adott eszközcsoport lejáratí, illetve kockázati prémiumára², míg a gazdaság megfelelő forrásellátottsága a likviditási csatornán keresztül biztosított (Csiki, 2019).

2.2.4. Előretekintő iránymutatás

Az előretekintő iránymutatás (angolul: forward guidance, FG) egy olyan folyamat, amely során a központi bank kommunikációjában közli a nyilvánossággal jövőbeli monetáris politikai szándékát, vagyis következő kamatdöntő ülésének lehetséges kimenteleit. A gazdasági szereplők erre alapozva ütemezik hosszú távú befektetéseiket és kiadásaikat, ami a jegybank felügyeletét jelenti a piaci várakozások fölött. A forward guidance tehát hatással van a gazdasági feltételek alakulására (Kenton, 2022). Nemkonvencionális eszközkén a korábbi kommunikációtól eltérően nem a kamatpolitikával kapcsolatos állaspont közvetítése a célja, hanem a jegybank hosszú távú elkötelezettségének kinyilatkoztatása a rendkívüli intézkedések meghozatala mellett.

Kommunikáció tekintetében az előretekintő iránymutatás két stílusát különböztetjük meg; beszélhetünk (i) általános, illetve (ii) feltételhez kötött (bizonyos időszakhoz vagy gazdasági állapothoz kötött) előretekintő iránymutatásról. Előbbi a monetáris politika szándékainak közlését jelenti az eszközök kalibrálására vonatkozóan anélkül, hogy elköteleződést tenne egy konkrét politikai eszköz implementálása mellett. Ez szabad mozgásteret biztosít a jegybank számára, de megkérdőjelezi a döntéshozók képességét és hajlandóságát konkrét cselekvések végrehajtására. A második csoport a feltételhez kötött előretekintő iránymutatás, ami kötöttségéből kifolyólag növeli a bizalmat, így érdemi befolyással van a piaci várakozásokra, viszont emiatt rendkívül rugalmatlan. A jegybank tehát átváltási költséggel szembesül a két kommunikációs stílus között (trade-offs).

2.2.2. A nemkonvencionális intézkedések hatása

A jegybanki eszköztár nemkonvencionális eszközeinek csoportosítását, valamint működési mechanizmusuk rövid ismertetését követően érdemes megvizsgálni tényleges hatásukat a gazdaságra.

A hagyományos eszközökkel ellentétben, amelyek az irányadó ráta meghatározásán keresztül, vagyis a rövid távra szóló kamatok módosításával gyakorolnak hatást a gazdaságra, nemkonvencionális eszközeivel, mint például mennyiségi lazítással a hosszú távú kamatok befolyásolja a jegybank. Wieladek (2023) írásában nyolc különböző mérési módot alkalmaz a mennyiségi lazítás és a hagyományos monetáris politika inflációra gyakorolt hatásának összehasonlítására az az euróöna, az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság vonatkoztatásában, továbbá annak transzmissziós mechanizmuson keresztül kifejtett hatását is elemzi. Az eszközvásárlásra, mérlegegyenlegre és hosszú távú kamatlábakra támaszkodó megközelítések (mely szerint a mennyiségi lazításnak hasonló mértékű hatása van a hosszú távú kamatokra, mint a hagyományos monetáris politikai intézkedéseknek) szerint az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban a mennyiségi lazításnak kétszer vagy akár négyszer nagyobb inflációs hatása lehetett, mint a hagyományos eszközöknek, míg a szerző az euróöna esetében nem talált szignifikáns különbséget. Wieladek szerint a különbséget a transzmissziós mechanizmusban alapvetően a QE árfolyamra, széleskörű monetáris aggregátumra, illetve a háztartások inflációs várakozására gyakorolt erősebb hatása okozza. A háztartások jellemzően monetarista szemlélettel tekintenek a mennyiségi lazításra, vagyis „pénznyomtatással” azonosítják a jegybank mérlegbővítéssel kapcsolatos intézkedéseit, ami inflációt eredményez. A kutatás szisztematikus eredményekkel igazolja a mennyiségi lazítás erősebb inflációs hatását.

Swanson (2023) tanulmányában az alapkamat, az előretekintő iránymutatás és a nagy volumenű eszközvásárlások amerikai gazdaságra gyakorolt hatását vizsgálta. A kutatás kimutatta, hogy az irányadó ráta gyakorol a legnagyobb hatást a gazdaságra, ami felülírja Swanson (2021)

² A lejáratí preferencia elmélete szerint az adott eszköz relatív piaca kínálata határozza meg az adott eszközosztály átlagos hozamának és kockázatának alakulását (Janus, 2016).

korábbi munkájának eredményét, mely alapján a nemkonvencionális intézkedések és a hagyományos monetáris politika hatása az állam-, illetve a vállalati kötvények hozamára, valamint az árfolyamra megegyezik. Az említett tanulmány az irányadó ráta részvényárakra gyakorolt erősebb hatását is felveti, mely magyarázatot ad az infláció és a kibocsátás erősebb reakciójára a kamatkondíciók módosításra. A szerző szerint a rövid lejáratú kamatok a jegybankok legerősebb monetáris politikai eszköze a gazdaság befolyásolására, míg előretekintő iránymutatással és széleskörű eszközvásárlási programokkal a pénzpiacokra vannak nagyobb hatással.

Eric Sims és King Cynthia Wu (Sims & Wu, 2021) tanulmányukban szintén azt találták, hogy a nemkonvencionális intézkedések ugyanolyan mértékben képesek ösztönözni a kibocsátást, mint a hagyományos monetáris politikai intézkedések. Borio és szerzőtársai (Bini Smaghi, 2009) szerint viszont a célzott nemkonvencionális intézkedéseket hatékonyabbnak találták a kamatpolitikánál, amennyiben a monetáris politikai transzmisszióban zavar keletkezne. Tanulmányuk szerint ebben az esetben a jegybanknak abban az esetben is érdemesebb nem-hagyományos eszközöket alkalmaznia, ha az alapkamat nulla felett van és még elegendő tér áll a monetáris politika rendelkezésére további kamatcsökkentés megvalósítására. Dave Ramsden (Ramsden, 2020) azonban úgy látja, hogy a nemkonvencionális eszközök nem tökéletes helyettesítói a kamatpolitikának. Szerinte a transzmissziós csatornán keresztül reálgazdaságra kifejtett hatásuk eredményessége ugyanolyan mértékben függ a gazdaság állapotától, illetve a pénzügyrendszer sajátosságaitól, mint a kamatpolitika. A szerző ugyanakkor megjegyezte, hogy utóbbi hatásmechanizmusa legalább jól érthető és működését nem övezi hosszú évek után is jelentős bizonytalanság.

3. Anyag és módszer

Tanulmányom fő célja a Federal Reserve és az Európai Központi Bank által implementált nemkonvencionális monetáris politikai intézkedések, azon belül a jegybankok eszközvásárlási programjainak részletes bemutatása. A különböző jegybankok intézkedéseinek összehasonlítása komparatív elemzéssel történt. Munkám időhorizontja a koronavírusjárvány kirobbanásának kezdetére fókuszál, így alapvetően a 2020. márciusától folytatott eszközvásárlásokat ismerteti. Az elemzés alapjául a jegybankok hivatalos közleményei szolgálnak, míg a számszerű adatok jegybanki adatbázisokból, valamint a Bloomberg rendszeréből származnak. A könnyebb átláthatóság érdekében a különböző eszközvásárlási programokat táblázatban gyűjtöttem össze, míg az állampapírhozamok, valamint jegybankmérleg alakulását különböző ábrákön szemléltettem. Az elemzés elsődlegesen angol és magyar nyelvű irodalmakra, azon belül is friss kutatásokra támaszkodik.

4. Eredmények és azok értékelése

A nemkonvencionális intézkedések válságkezelésben betöltött szerepe kétségkívül meghatározó volt. A központi bankok megtették mindent az árstabilitás biztosítása érdekében és aktív szereplővé váltak a pénz- és tőkepiacoknak. A Federal Reserve és az Európai Központi Bank is a nemkonvencionális eszközök széles körét (kivétel a negatív kamat) alkalmazta válságkezelése során. Ezek közül kiemelendők az eszközvásárlási programok, amelyek azelőtt soha nem látott intenzitással működtek (Schnabel, 2020).

A koronavírus megjelenése erős bizonytalanságot okozott a piacokon. A befektetők kereslete a likvid és biztonságos eszközök iránt jelentősen megugrott, ami felhajtotta az államkötvények árát, csökkentve ezzel azok hozamát. A vírus gyors terjedése következtében több ország is radikális járványügyi intézkedéseket jelentett be, ami piaci pánikhoz vezetett – a befektetők kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése felhajtotta a készpénz iránti keresletet, amihez – az alapvetően jó likviditási és biztonsági besorolású – államkötvényeik eladásával juthattak hozzá. Ennek következtében az eszközpiacok kereslet-kínálat egyensúlya felborult, vagyis az eladni kívánt kötvények mennyisége jelentősen meghaladta a piaci szereplők által megvásárolni kívánt mennyiséget. Ez az eszközhozamok meredek emelkedéséhez, más szóval pénzpiaci turbulenciához vezetett. A jegybankok tehát elsősorban a kedvező pénzügyi feltételek biztosítása, illetve a piaci működés javítása érdekében jelentették be eszközvásárlási programjaikat (Adrian et al., 2020).

4.1 A jegybankok eszközvásárlási programjai

A mennyiségi lazítás fő célja az aggregált keresletet élénkítése egy olyan környezetben, amikor deflációs kockázat fenyeget. A jegybank ilyenkor tartalékokat képez eszközvásárlásainak fedezetére. Mindez a hosszú távú hozamok és egyéb kamatok mérséklődésén keresztül biztosít a vállalatok és háztartások számára kedvező hitelköltségeket, támogatva ezzel a fogyasztás és beruházás szintjének fennmaradását.

A koronavírusválság hatására a Federal Reserve és az Európai Központi Bank 2020. márciusában eszközvásárlási programjaik újraaktiválásáról, illetve azok intenzitásának növeléséről határoztak. A továbbiakban ezen programokat fejtem ki részletesen, valamint bemutatom azok jegybankmérleg volumenre, illetve az 5, 10 és 30 éves államkötvényhozamokra gyakorolt hatását.

4.1.1. Federal Reserve

A Federal Reserve (Fed) egyik fő feladata a különböző pénzügyi szervezetek felügyelete és szabályozása. A koronavírus járvány komolyan megrázta az egész gazdaságot, melynek enyhítésére a jegybank aktív szerepet vállalt. A Fed akkori elnöke, Jerome Powell szerint a jegybank két eszközzel veheti fel a recesszió elleni küzdelmet: nagy volumenű államkötvényvásárlással, vagyis mennyiségi lazítással, illetve egyértelmű kommunikációval. Powell elmondta, hogy a jegybank kész ezen eszközök agresszív alkalmazására, ugyanis a döntéshozók ítélete szerint a túl kevés stimuláció veszélyesebb, mint a túl sok. A pandémiás vészhelyzeti programok fedezetére a Kongresszus 500 milliárd dollárt biztosított a CARES (Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security) Act-en keresztül (Congressional Research Service, 2021)

Commercial Paper Funding Facility

A megnövekedett bizalmatlanság következtében a befektetők elzárkóztak attól, hogy kereskedelmi papírokat vásároljanak, ami kedvezőtlenül hatott a piaci kondíciókra – a feszültség fokozódott, aminek következtében a hosszú lejáratú kereskedelmi papírok kamata olyan szintre emelkedett, amihez hasonlót a gazdaság utoljára 2008-ban, a pénzügyi világválság idején tapasztalt. Ennek következtében számos vállalat szembesült finanszírozási akadályokkal, ugyanis nem tudtak kibocsátani egy hétnél hosszabb futamidőre szóló kereskedelmi papírokat³, ami alkalmatlanná tette a vállalatok számára működésük finanszírozását (New York Fed, 2020).

A kialakult válság kezelésére a Fed bejelentette, hogy újra aktiválja a globális pénzügyi világválság idején bevezetett kereskedelmi papír-vásárlási programját (Commercial Paper Funding Facility, CPFF). Célja a piac likviditásának javítása volt a hosszú lejáratú kereskedelmi papírok finanszírozási lehetőségeinek növelésével, mindezt jelentős biztosíték nyújtása mellett mind a befektetők, mind a vállalatok részére. A Fed ezzel ösztönözni kívánta a befektetőket, hogy újra aktív résztvevői legyenek a kereskedelmi papírok piacának. A New York Fed közvetetten, egy speciális célú társaságon (special purpose vehicle, SPV) keresztül biztosított forrást az amerikai kereskedelmi-papír kibocsátók számára. Az SPV csak dollárban denominált hitel instrumentumokat és eszközfedezetű értékpapírokat vásárolhatott igazolt kibocsátóktól⁴. Az SPV a vásárolt eszközöket a futamidő végéig mérlegeiben tarthatta, majd a lejáratból származó bevételt a New York Fed-től kapott kölcsön visszafizetésére használhatta. Az SPV számára az U.S. Treasury 10 milliárd dollár értékben nyújtott fedezetet a programon keresztül elszenvedett veszteségek finanszírozására, továbbá a programban való részvételért cserébe az SPV 10 bázispontos költséget számolhatott fel a kereskedelmi papír kibocsátóitól. A Fed nem határozta meg pontosan a program keretösszegét, így a tényleges hitelmennyiséget a felhasználók igénybevételeitől tette függővé. A programot a jegybank 2020. március 17-től tette elérhetővé, így ettől az időponttól kezdve a program lezárulásig az SPV bármikor indíthatott vásárlást. A bejelentést követően pár nappal a

³ A kereskedelmi papír rövid lejáratú, nem biztosított váltók formájában kibocsátott pénzügyi eszköz, amelyet gazdasági tevékenységek széles körének közvetlen finanszírozására használnak. Hitel-, illetve likviditás biztosításán keresztül nyújt fedezetet a vállalatok és az önkormányzatok működésére (New York Fed, 2020).

⁴ Igazolt kibocsátónak számítanak az Egyesült Államokbeli kereskedelmi papírok kibocsátói, beleértve az önkormányzati kibocsátókat és a külföldi anyavállalattal rendelkező amerikai kibocsátókat. Ezek olyan szervezeti egységek, amelyek az amerikai törvény vagy annak politikai alegysége vagy területe alatt szerveződtek, illetve egy külföldi bank egyesült államokbeli fióktelepe.

programot további értékpapírok körére terjesztették ki, így a CPFF keretén belül lehetőség nyílt magas minőségű, adómentes (önkormányzati) kereskedelmi papírok vásárlására is (New York Fed, 2020).

Primary Market Corporate Credit Facility

A nagyobb munkaadók hitelezésének támogatására a Fed két konstrukciót hozott létre: a Primary Market Corporate Credit Facility-t (PMCCF), illetve a Secondary Market Corporate Credit Facility-t (SMCCF).

A PMCCF új kötvények és hitelek kibocsátására jött létre, mely a vállalatok üzleti tevékenységük folytatásához és kapacitásuk fenntartásához szükséges forráshoz jutását könnyítette meg. A New York Fed megbízatásával egy SPV az elsődleges piacon vállalati adósságpapírokat vásárolhatott vagy hitelt biztosíthatott az arra jogosult kibocsátónak. A program szerinti vásárolt adósságpapíroknak legalább BBB-/Baa3 besorolással kellett rendelkezniük, továbbá kizárásra kerültek a hitelintézeti adósságpapírok, illetve azon vállalatok adóssága, amelyek a 2020-ban elfogadott CARES Act állami gazdaságélénkítő csomagból támogatással részesültek. Az adósságpapírok maximum 4 éves lejáratra szólhattak, továbbá az árak a piaci kondíciók alapján kerültek meghatározásra. A programban való részvételért a jegybank által megvásárolt állomány – amely nem haladhatta meg a kibocsátani kívánt állomány 25 százalékát – után 100 bázispontos díjat kellett fizetniük a vállalatoknak. A program 2020. szeptemberéig működött – a megvásárolt papírok a program kifutása után lejáratig tarthatóak, illetve értékesíthetőek voltak (Fed, 2020).

Secondary Market Corporate Credit Facility

Hasonlóan a PMCCF-hez, a New York Fed egy SPV megbízatásával maximum 5 éves hátralévő futamidővel vásárolt a másodpiacon ETF-ket, illetve kötvényeket. A program bizonyos feltételei hasonlítottak a PMCCF-hez, vagyis a program szerint vásárolt adósságpapírnak legalább BBB-/Baa3 besorolásúnak kellett lennie, nem lehetett hitelintézeti adósságpapír, illetve nem részesülhetett benne CARES Act támogatást igénybe vevő vállalat. Egyedi kötvények esetén a fennálló állomány 10, ETF-ek esetén az eszközállomány 20 százalékát vásárolhatta meg az SPV. Az SMCCF szintén 2020. szeptemberéig működött aktívan és kifutása után a vásárolt papírok ezen program esetében is lejáratig tarthatóak, illetve értékesíthetőek voltak (Fed, 2020).

Mortgage-backed securities

A Fed 2020. március 15-ei közleménye alapján a jegybank legalább 200 milliárd dollár értékben szándékozta megnövelni jelzálogfedezetű (mortgage-backed securities, MBS) értékpapírállományát, illetve a lejáró agency debt-et és agency MBS-t visszafektetését a piacra. A jegybank továbbá megerősítette a piacokat, hogy vásárlásainak ütemezését rendre a kincstárjegy- és jelzálogfedezetű értékpapírpiacon zavartalan működésének biztosítása érdekében alakítja majd (New York Fed, 2020).

Állampapírvásárlás

A New York Fed 2020. március 12-én bejelentette, hogy a finanszírozási piacokon jelentkező átmeneti zavarok kezelése érdekében újra ütemezi havi kincstárjegyvásárlásit, illetve módosítást hajt végre az állampapírállomány lejáratí összeállításán. Ennek érdekében több lejáratra szóló állampapírvásárlást kezdeményeztek, amelynek lejáratí szerkezetét a kincstári értékpapírok lejáratí összeállításához közelítőleg kívánták igazítani (New York Fed, 2020).

A tervek szerint a vásárlásokat 11 szektorban hajtották végre, így a program kiterjedt többek között névleges kuponok, váltók, inflációkövető és lebegő kamatozású papírok vásárlására egyaránt. A szektorok közötti eloszlás ugyan olyan arányban történt, mint amit a Fed az agency debt és az agency MBS származó tőkefizetések kincstárjegyekbe történő újrabefektetésére használt. A Fed 2020. március 15-ei közleménye a következő hónapokra – a jelzálogfedezetű értékpapírvásárlásokon kívül – egy legalább 500 milliárd dollár értékű kincstárjegyvásárlásról szóló tervezetet is tartalmazott, melyet később a jegybank nyílt végűvé tett (New York Fed, 2020).

4.1.2. Európai Központi Bank

Az Európai Központi Bank az eurózóna tagállamainak gazdasági stabilitásának, illetve gazdasági szereplőinek megfelelő likviditásellátottságának biztosítása érdekében magas intenzitással folytatta eszközvásárlásait. „Rendkívüli idők rendkívüli intézkedéseket követelnek” – jelentette ki a pandémiás vészhelyzet elején az Európai Központi Bank elnöke, Christine Lagarde (EKB, 2020). Vezetésével a döntéshozók a jegybank meglévő eszközvásárlási programjának (APP) keretösszegének kibővítéséről, valamint egy új, pandémiás vészhelyzeti program elindításáról döntöttek.

Eszközvásárlási program

A monetáris politika transzmissziós mechanizmusának támogatására és az árstabilitás biztosítása érdekében az EKB 2014 közepén elindította eszközvásárlási programját (asset purchase programme, APP). Az APP az alábbi programokból áll:

- Vállalati szektort érintő vásárlási program (corporate sector purchase programme, CSPP)
- Közszektor eszközeinek megvásárlására irányuló program (public sector purchase programme, PSPP)
- Eszközfedezettű értékpapírok vásárlását célzó program (asset-backed securities purchase programme, ABSPP)
- Fedezettkötvény-vásárlási program (third covered bond purchase programme, CBPP3)

A Kormányzótanács a koronavírus-válság okozta pénzpiaci turbulenciák kezelésére hivatkozva a program 120 milliárd eurós bővítéséről döntött, mely a korábbi havi 20 milliárd eurós ütemben folytatott vásárlások kiegészítéséül szolgált. A program célja a pénzpiacok fokozott volatilitásának csökkentése, valamint a magánszektor vásárlási programjainak erősítése volt. A bővítést átmeneti jelleggel vezették be, mely a már meglévő kerettel együtt járult hozzá a piaci kamatok mérséklődéséhez. A programról szóló közlemény alapján a vásárlásokat mindaddig fenn kívánták tartani, míg az EKB irányadó kamatlábai meg nem erősödnek és a vásárlások még azelőtt véget érnek, hogy a Kormányzótanács kamatemelési ciklusa megkezdődne. Az APP szerinti vásárlások megnövekedett volumene révén a jegybank a piac aktív szereplőjévé vált, ami enyhítette a piaci volatilitást, a program rugalmassága pedig lehetővé tette az EKB gyors reagálási képességét a piaci viszonyok változására (EKB, 2020).

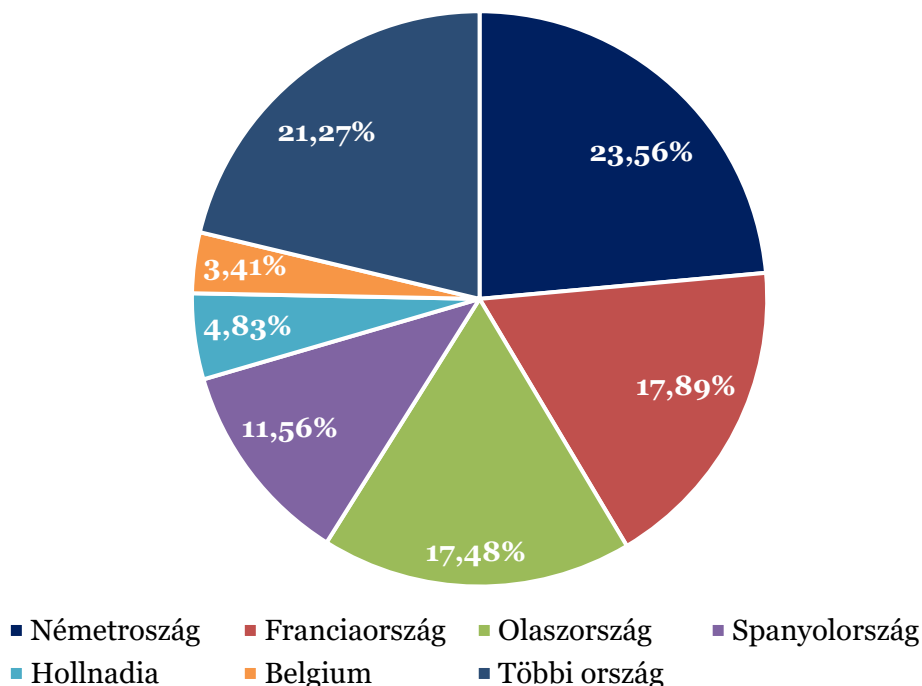
A Kormányzótanács 2021-ben hasonló ütemben, de már az ideiglenes kiegészítés nélkül folytatta tovább eszközvásárlásait (EKB, 2021), majd 2021. decemberében módosítást hajtott végre annak ütemezésén: ennek értelmében 2022. második negyedévében havi nettó 40 milliárd eurós, a harmadik negyedévében 30 milliárd eurós értékben hajtott végre eszközvásárlást a jegybank, majd 2022. októbertől ismét havi 20 milliárd euró értékben folytatta vásárlásait. Az októbertől érvényben lévő eszközvásárlási ütemtervet a Kormányzótanács mindaddig fenntartani kívánta, míg az EKB irányadó rátáinak lazító hatása meg nem erősödik, ugyanakkor még a kamatemelési ciklus megkezdése előtt kívánta leállítani (EKB, 2021)

Pandémiás Vészhelyzeti Eszközvásárlási Program

A koronavírusjárvány példa nélküli helyzetének kezelésére, a monetáris politika transzmissziójának védelmére, valamint az euróövezet árstabilitásának biztosítására a Kormányzótanács 2020. március 18-án egy magán-, illetve az állami szektor értékpapírjaira vonatkozó új, átmeneti eszközvásárlási programot is hirdetett: a Pandémiás Vészhelyzeti Eszközvásárlási Program (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) 750 milliárd eurós keretösszeggel indult és kiterjedt a már meglévő eszközvásárlási program, az APP szerint elfogadható minden eszközkategóriára, továbbá a görög kibocsátású értékpapírokra is. Az államkötvények vásárlási arányának meghatározásában a nemzeti bankok tőkejegyzési kulcsa⁵ volt az irányadó, ugyanakkor a program jelentős rugalmasságot biztosított a jegybank számára, aminek köszönhetően a vásárlások időlegesen eltérhettek a megállapított tőkekulcsoktól (2. ábra). A PEPP

⁵ Az EKB tőkéje az EU tagállamok nemzeti központi bankjaiból származik, melyből az egyes tagállamok bankjait illető részesedést a népességszámmal és GDP-volumennel arányosan meghatározott tőkejegyzési kulcs segítségével számolják ki.

szerinti vásárlásokat az EKB eleinte 2020. végéig hirdette meg, ám a Kormányzótanács határozata alapján mindaddig aktívan maradt, míg a koronavírus okozta zavarok fennálltak (EKB, 2020)



2. ábra: A PEPP szerint vásárolt államkötvények megoszlása az egyes tagállamok között⁶
(forrás: EKB, a Szerző)

A program sikerességét látva (a pénzügyi piacok stabilizálódása és a 2020. júniusi euróövezetre vonatkozó éves inflációs előrejelzések lefelé módosulása) a Kormányzótanács 2020. június 4-ei kamatdöntő ülésén a PEPP rendelkezésre bocsátott keretösszeg további 600 milliárd euróval történő megemeléséről döntött. Mindemellett a program vásárlási időhorizontját is kiterjesztették 2021. június végéig, valamint döntöttek a PEPP alapján vásárolt értékpapírokból származó lejáró tőketörlesztések 2022. végéig történő újra befektetéséről, melynek kialakítása során a döntéshozók figyelembe vették, hogy a PEPP-portfólió jövőbeli alakulása ne veszélyeztesse a monetáris politika megfelelő irányultságát, vagyis ne érintse kedvezőtlenül a válságból kilábaló gazdaságot (EKB, 2020).

Rövid enyhülést követően a járvány 2020. második felében ismételten felerősödött, így a Kormányzótanács december 10-ei kamatdöntő ülésén további 500 milliárd euróval, 1850 milliárd euróra bővítette vészhelyzeti eszközvásárlási programjának keretösszegét. Az EKB a program rendelkezésére bocsátott teljes keretösszeg mennyiségét fel kívánta használni annak érdekében, hogy biztosítsa a kedvező finanszírozási feltételek fenntartását. A keretösszegen túl a vásárlások időhorizontját is tovább bővítették – 2021. júniusa helyett 2022. márciusáig (vagy a közlemény alapján legalább addig, amíg a pandémiás vészhelyzet enyhülni nem látszik) kívánták fenntartani a vásárlásokat. A jegybank a piacok aktív szereplője lett, amit elsősorban a járvány gazdaságra és inflációra gyakorolt negatív hatása tett indokolttá. A vásárlások a piaci feltételeknek megfelelően, rugalmasan zajlottak, mely megakadályozta a pénzügyi feltételek kedvezőtlené válását, hozzájárulva ezzel a piaci szereplők bizalmának helyreállításához, vagyis a fogyasztási hajlandóság és a beruházási kedv élénkítéséhez. Fellendült a gazdaság, az inflációs előrejelzések pedig erősödő pályára álltak. A közlemény alapján a Kormányzótanács a PEPP alapján vásárolt értékpapírokból származó lejáró tőketörlesztőrészeket újra befektetését 2023. végéig kívánta folytatni (EKB, 2020).

⁶ A többi ország közé Ausztria, Görögország, Portugália, Finnország, Írország, Szlovákia, Szlovénia, Litvánia, Ciprus, Luxemburg, Lettország, Málta, Észtország és a Szupranacionális országok tartoznak.

4.1.4. A jegybankok eszközvásárlási programjaink összegzése

Összeségében, mindkét központi bank gyors és hatékony intézkedéseket tett a koronavírus-válság kezelésére (1. táblázat). A gazdaságok stabilitásának, valamint a pénzüi piacok likviditásának megőrzése érdekében a Fed korlátlan mennyiségű állampapír-, illetve jelzálogpapír-vásárlásokat folytatott, míg az EKB átmeneti jelleggel, kifejezetten a pandémiás vészhelyzet kezelésére új eszközvásárlási programot (PEPP) hozott létre, mely a kibővített APP-al párhuzamosan támogatta a gazdaságot. A jegybankok eszközvásárlási programjai 2020. márciusától többnyire 2022. első feléig aktívan működtek. A jegybanki döntéshozók ítélete szerint erre a gazdaság zavartalan helyreállításának biztosítása érdekében volt szükség.

Jegybank	Intézkedés	Bejelentés időpontja	Program rendelkezésére bocsátott keretösszeg
Fed	Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	2020.03.17.	Nincs meghatározva, U.S. Treasury 10 milliárd dolláros értékben biztosít fedezetet
	Mortgage-backed securities (MBS)	2020.03.15.	Legalább 200 milliárd dollár
		2020.03.23.	Korlátlan likviditás
	Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)	2020.03.23	Nincs meghatározva, U.S. Treasury 10 milliárd dolláros értékben biztosít fedezetet
	Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)	2020.03.23.	Nincs meghatározva, U.S. Treasury 10 milliárd dolláros értékben biztosít fedezetet
	QE4	2020.03.12.	Havi 60 milliárd dollár
	Állampapírvásárlás	2020.03.15.	Legalább 500 milliárd dollár
		2020.03.23.	Korlátlan likviditás
EKB	Asset Purchase Program (APP)	2020.03.12.	120 milliárd euró
	Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP	2020.03.18.	750 milliárd euró
		2020.06.04.	600 milliárd euró
		2020.12.10.	500 milliárd euró

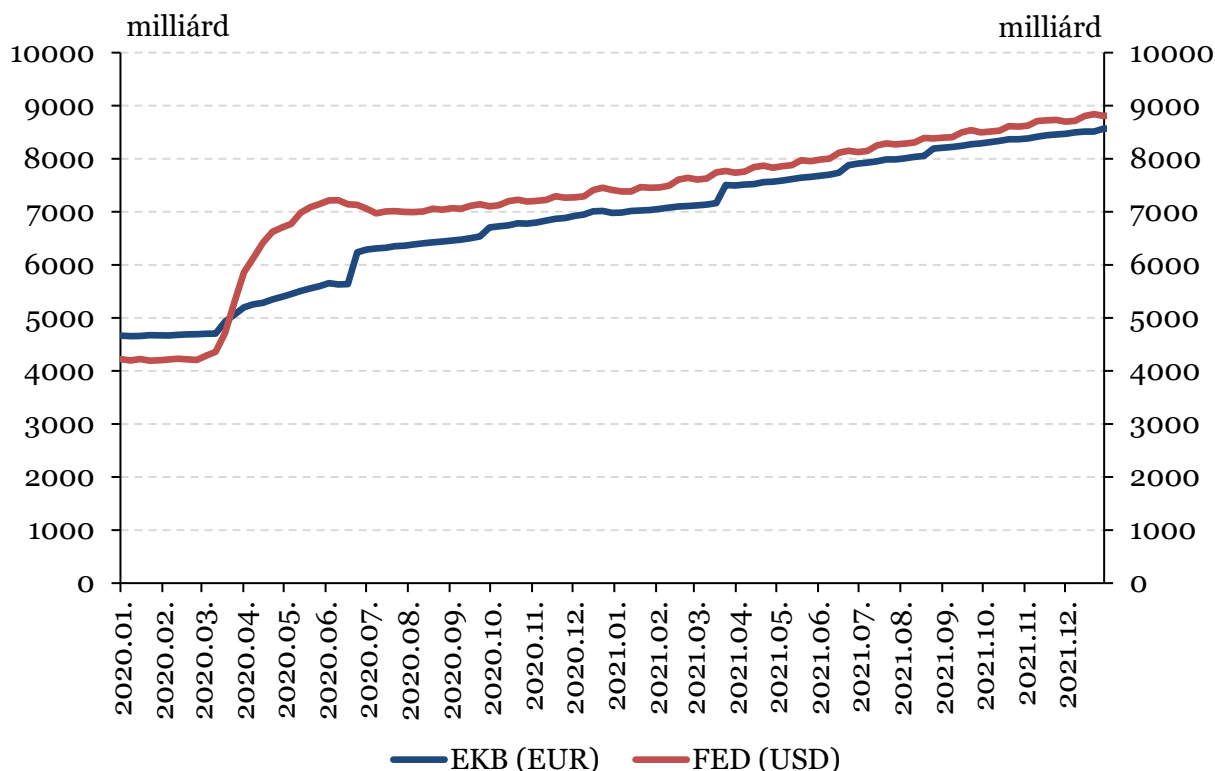
1. táblázat: A jegybankok koronavírusválság idején folytatott eszközvásárlási programjai
(forrás: EKB, Fed, a Szerző)

4.2. A jegybankok eszközvásárlásainak hatása

4.2.1. A jegybankmérlegek alakulása

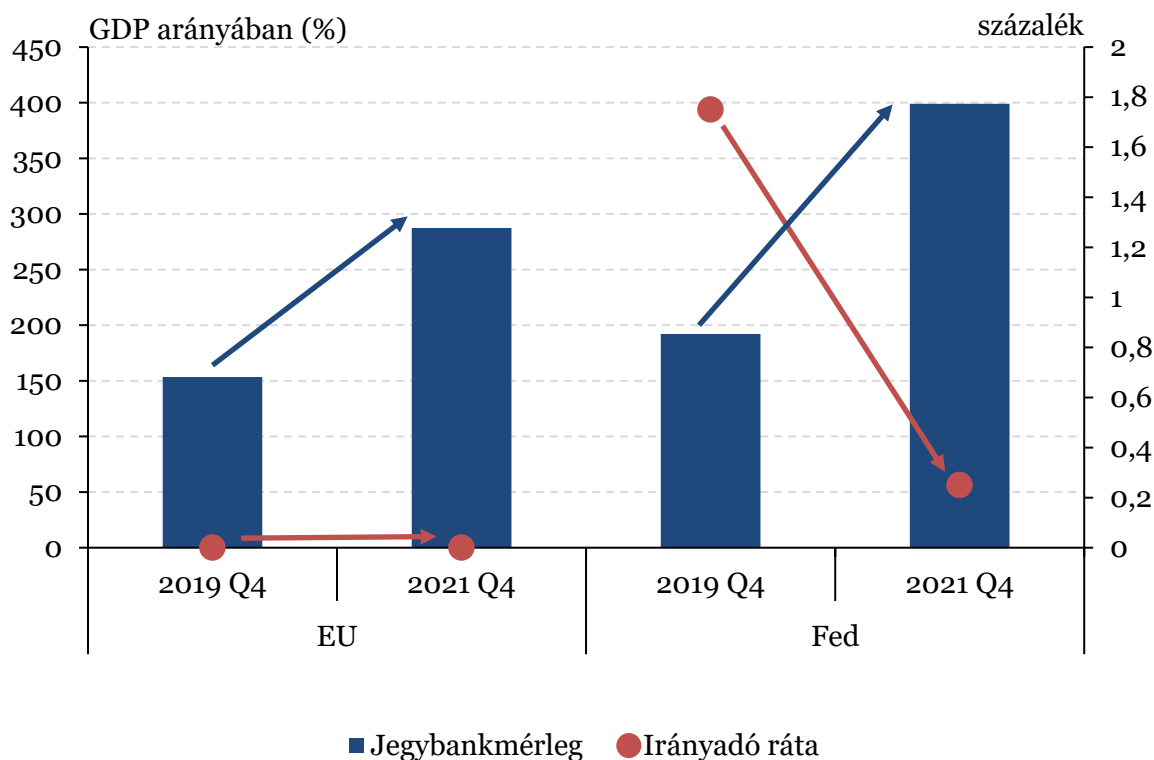
A Fed és az EKB eszköztárában már a koronavírus járvány előtt is szerepeltek eszközvásárlási programok, így a pandémiás vészhelyzetre reagálva a jegybankok jellemzően ezek keretösszegét emelték meg. Ezen ügyletek leginkább állam-, illetve vállalati kötvények vásárlására irányultak, de más eszközkategóriákra is kiterjedtek, mint például az amerikai jegybank jelzálog-fedeztetű értékpapírokra (MBS) vagy az Európai Központi Bank nem-pénzügyi szektorok kereskedelmi-papírjaira kiterjedő vásárlásai. A vásárlások széleskörre történő kiterjesztését jól jelzi, hogy a Fed a pandémia alatt vásárolt először befektetési minőségű kötvényeket, később pedig az utólag leminősített kötvényekre is kiterjesztette vásárlásait. Hasonlóan cselekedett az EKB is, aki megfelelő „haircut” (eszközértéket csökkentő korrekciós tényező) ellenében vásárolt leminősített kötvényeket.

A márciustól induló magas intenzitású eszközvásárlások hatására a jegybankmérlegek eszközállománya 2020 végére másfélszeresükre növekedtek (3.ábra). A két jegybank közül a Fed agresszívebb monetáris politikát folytatott, melyet jól mutat a jegybank mindössze három hónap leforgása alatt történő 60 százalékos bővülése. Ezzel ellentétben az EKB mérlege egy év leforgása alatt ért el ekkora mérlegbővülést (70 százalék). Az amerikai jegybank mérlegfőösszege 2021. novemberében a 2020. márciusi szint duplájára emelkedett, melynek több, mint 60 százalékát állampapírok tették ki. Ennek magyarázata, hogy a Fed a kincstárjegy-piac zavartalan működése, illetve az eszközárfolyamok stabilizálása érdekében 2020. március 23-án nyílt végűvé tette állampapírvásárlási programját, ami lehetővé tette a jegybank számára, hogy „korlátlan” mennyiségben kincstárjegyeket vásároljon. Ezzel ellentétben az EKB állami szektorra vonatkozó eszközvásárlásai valamivel korlátozottabbnak bizonyult. Az EKB magán-, illetve az állami szektorra terjedő pandémiás vészhelyzeti eszközvásárlásaira (PEPP) 1850 milliárd eurós programot hozott létre, mely párhuzamosan futott a kibővített APP programmal.



3. ábra: Az EKB és a Fed teljes eszközállományának alakulása (forrás: Bloomberg, a Szerző)

A jegybankmérlegek változását GDP-arányosan is megvizsgáltam, amit a 4. ábra szemléltet. Az ábra a jegybanki alapkamat és a jegybankmérleg 2019 negyedik negyedévéről 2021 negyedik negyedévére történő változását ábrázolja. Ennek alapján is jól látszik a Federal Reserve agresszív monetáris politikája – a jegybank mérlegfőösszege 2021 végére elérte mindenkori tetőpontját, a 8800 milliárd dollárt, ami a GDP négyszeresét jelentette. Mindemellett kamatpolitika szempontjából a Fed az EKB-val szemben nagyobb mozgástérrel rendelkezett – a jegybank a válság alatt összesen 150 bázisponttal, 0,25 százalékra csökkentette irányadó rátáját. Ez részben a 2010-es években folytatott kamatpolitikájának volt köszönhető, ugyanis az amerikai jegybank fokozatos kamatemelést hajtott végre, amivel kibővítette a monetáris politika mozgásterét. Ezzel ellentétben az EKB fő irányadó rátája már a válság előtti évtizedben nullára csökkent, így az alkalmatlanná vált a gazdaság élénkítésére. Az EKB ennek következtében csak eszközvásárlásokon keresztül volt képes élénkíteni a gazdaságot, melynek eredményeként a jegybankmérleg GDP-arányosan közel két év leforgása alatt a duplájára növekedett.



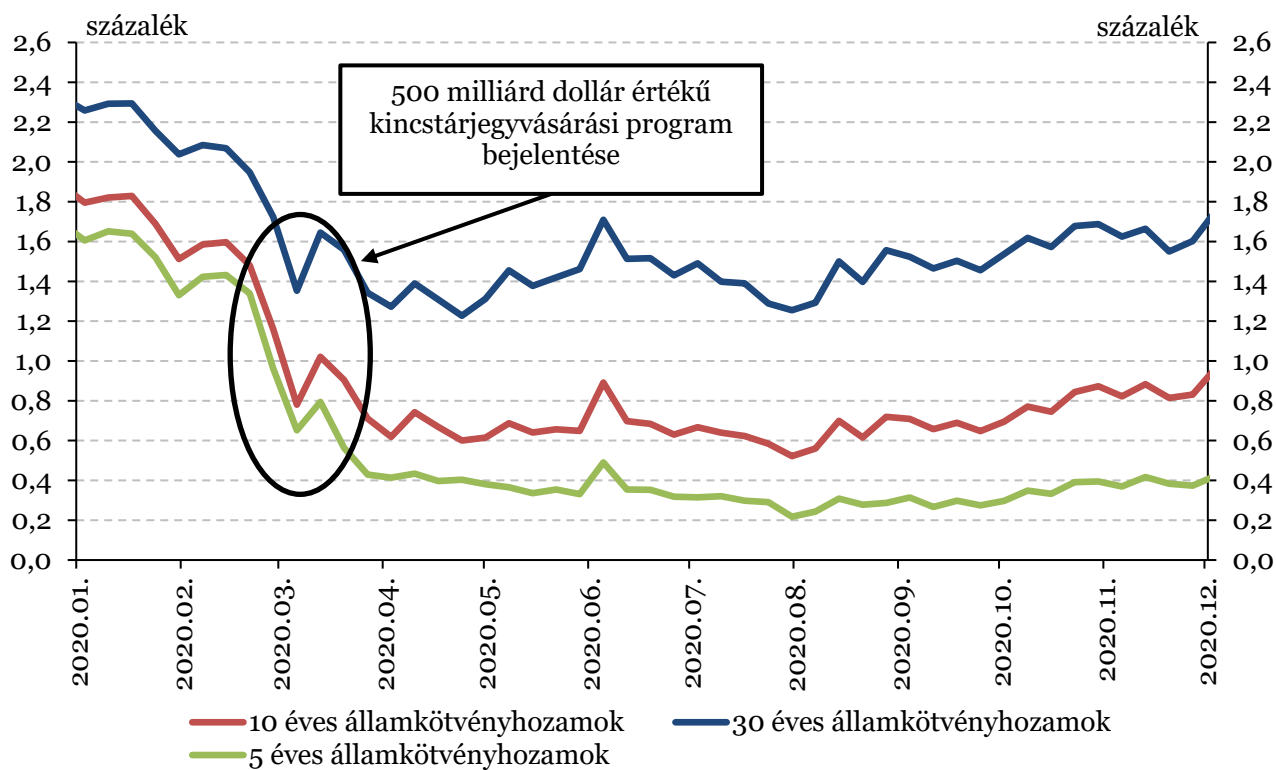
4. ábra: A jegybanki alapkamat és jegybankmérleg változása a válság előtti szinthez viszonyítva⁷ (forrás: Bloomberg, a Szerző)

4.1.2. Az eszközvásárlások pénzügyi és gazdasági hatása

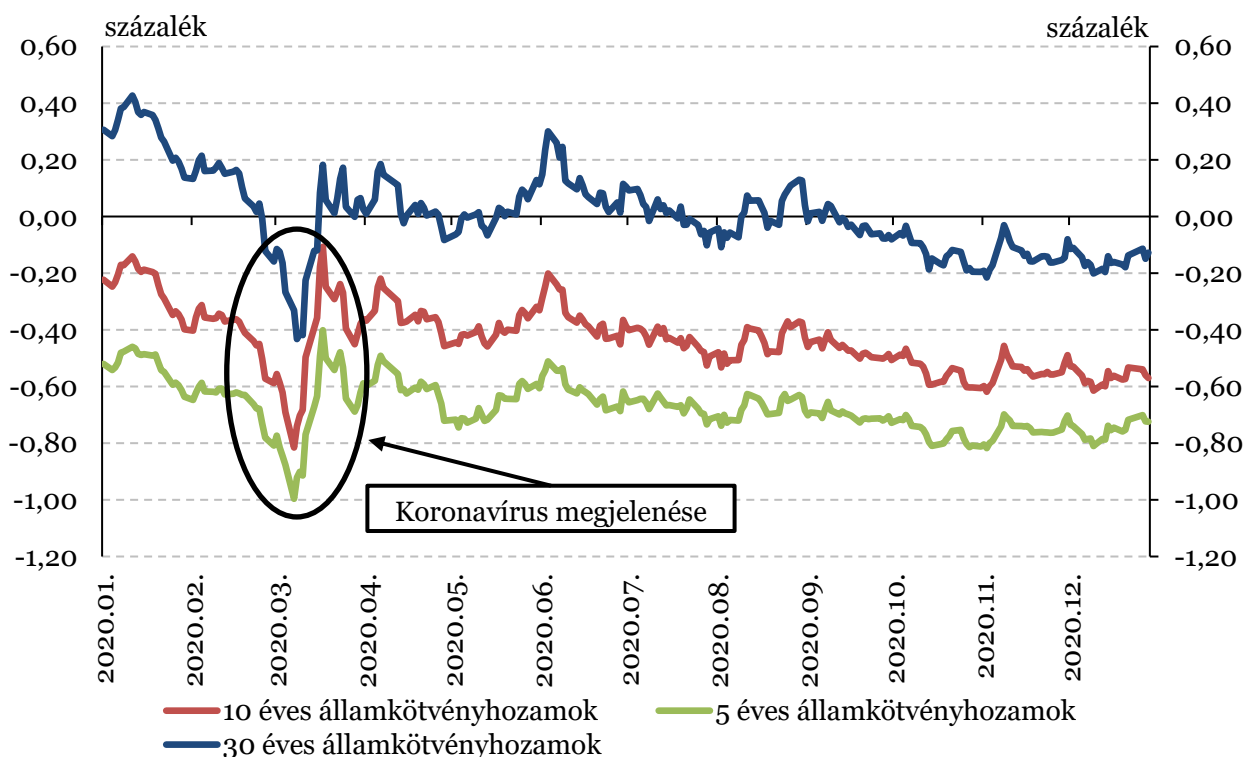
A célzott nemkonvencionális eszközök jelentős szerepet töltek be a gazdaság ösztönzésében, valamint a sérült monetáris politikai transzmisszió javításában. A jegybankok akár egyszerre több piacon, több eszközt is alkalmaztak a monetáris transzmisszió hatékonyságának növelése érdekében. Ugyan ezek reálgazdaságra gyakorolt, valamint hosszú távra szóló tényleges hatása máig nem egyértelmű és nehezen számszerűsíthető, számos tanulmány készült ezek hatékonyságának (vagy épp ellenkezőleg) empirikus bizonyítására.

Egy CGFS (Delgado & Gravelle, 2023) tanulmány szerint az euróövezeti kötvények hozama a márciusi bejelentést követően egy nap alatt 19 bázisponttal, majd két nap alatt további 30 bázisponttal csökkentek, míg az Egyesült Államokban a 10 éves hozamok 24 bázisponttal mérséklődtek (5. ábra). A programbejelentések kötvényhozamokra gyakorolt hatását nagyban befolyásolta az úgynevezett „meglepetés” komponens, azonban ennek mértéke sokszor nehezen becsülhető. A tanulmány eredményei azt bizonyítják, hogy az EKB válságkezelés során végrehajtott eszközvásárlásai (PEPP) hatékonyan csökkentették a hozamokat (6. ábra) és az egyes piaci szegmensek közötti prémiumokat. A programba beépített rugalmasság jelentős szerepet játszott a pénzügyi kondíciók módosításában, mely hatás különösen a hosszú távra szóló, alacsony minőségű kötvények esetében volt jelentős. A modell-alapú eredmények alapján a GDP 10 százalékaival egyenértékű PEPP szerinti eszközvásárlások átlagosan 58 bázisponttal csökkentették a 10 évre szóló hozamokat.

⁷ Bázisidőszak: 2019 negyedik negyedéve.



5. ábra: Az amerikai 5, 10 és 30 éves lejáratra szóló államkötvényhozamok alakulása (forrás: Bloomberg, a Szerző)



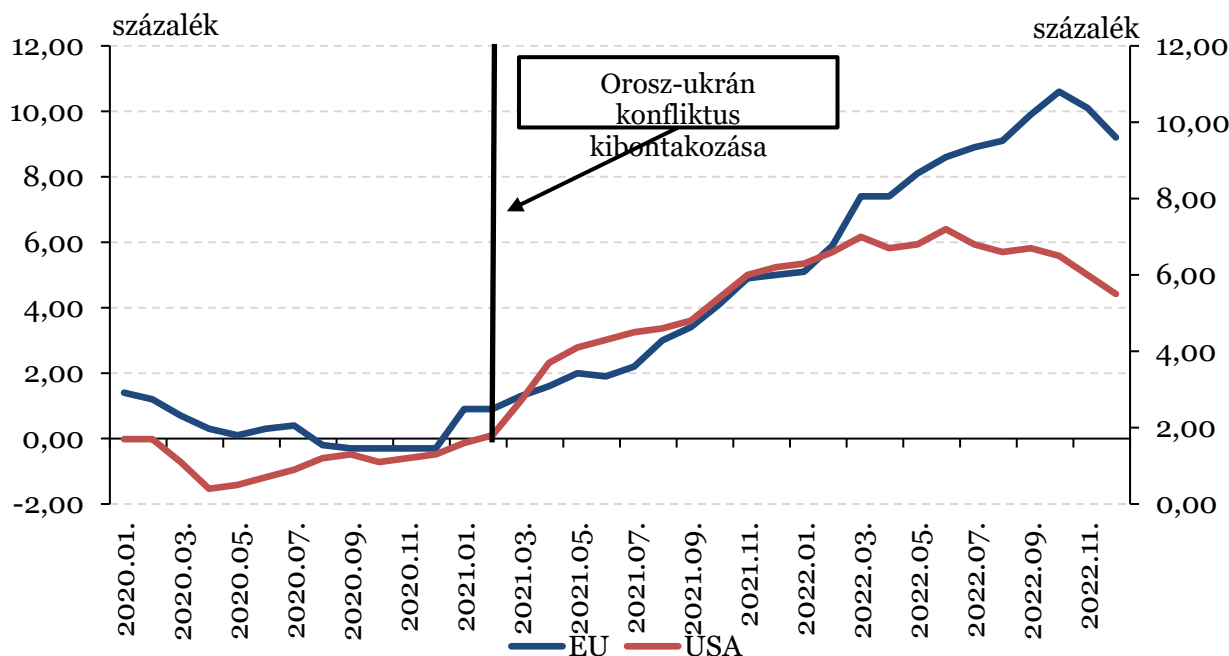
6. ábra: Az eurózána 5, 10 és 30 éves lejáratra szóló államkötvényhozamok alakulása (forrás: EKB, a Szerző)

Feldkircher et al. (2021) eredményei arra utalnak, hogy a Fed válságkezelő intézkedései (folyamatos eszközvásárlással felhajtott értékpapírárfolyam és kedvező finanszírozási feltételek biztosítása révén) sikeresnek bizonyultak a gazdaság élénkítésére. Bihari (2013), szerint azonban az eszközvásárlások hatására, bár a befagyott bankközi pénzpiacok újra működni kezdtek és újra bővült a hitelkínálat, ami megmentette a gazdaságot egy nagyobb összeomlástól, nem áll rendelkezésünkre olyan mérőszám, amivel ténylegesen mérni tudnánk a nemkonvencionális jegybanki eszközök gazdaságra gyakorolt hatását. Lehet, hogy ezek nélkül a recesszió mélyebb lett volna, de az sem kizárt, hogy a helyreállítás egy spontán regeneráció eredménye és valójában nem befolyásoltak a hozott intézkedések.

4.3. A jegybankok nemkonvencionális intézkedéseinek értékelése

Az EKB és a Fed elsődleges célja az árstabilitás biztosítása.⁸ Ennek megfelelően, amikor a pandémia idején jelentős deflációs kockázat fenyegetett, a jegybankok beavatkozásra kényszerültek és intenzív mennyiségi lazítást hajtottak végre. Mindez a jegybankmérleg összetételét tekintve az eszközállomány jelentős bővüléséhez, végső soron a benne megjelenő kockázatok emelkedését eredményezte.

A pandémiát követően a jegybankok új kihívással szembesültek: az infláció hirtelen emelkedésével. A harmonizált fogyasztóiár-index az euroövezetben 2022. októberében 10,6 százalékon, míg az USA-ban az éves bázisú CPI infláció 2022. júniusában 9,1 százalékon tetőzött. Ezt követően felerősödtek azok a hangok, amelyek szerint a magas infláció az expanzív keresleti politika eredménye, míg egy másik hipotézis szerint az infláció megugrása kínálati oldali szűk-keresztmetszetek eredménye. A korlátozások feloldását követően azonban az a különleges helyzet jött létre, amikor a keresleti és kínálati sokkok egyszerre érvényesülnek. A keresletélénkítő politika hatására a kereslet erős maradt, amit a visszaesett kínálat nem tudott kiszolgálni, vagyis az árak emelkedését eredményezte. Ezzel párhuzamosan a kínálati oldal olyan akadályokkal szembesült, mint a töredezett ellátási-láncok, a félvezetők és más kulcskomponensek (chipek) hiánya, valamint a hirtelen emelkedő energia-, nyersanyag-, illetve élelmiszerárak, amit tovább fokozott a 2022. februárjában kirobbanó orosz-ukrán háború (Ubide, 2022)



7. ábra: Az infláció alakulása az egyes országokban a pandémia alatt és az azt követő időszakban (forrás: Bloomberg, a Szerző)

⁸ A Fed esetében kettős mandátum van, vagyis a jegybank céljai között az árstabilitás biztosítása mellett a maximális foglalkoztatás elérése is szerepel.

Bernanke és Blanchard (2023) modellelemzésükben azt találták, hogy az Egyesült Államokban az infláció emelkedést leginkább a nyersanyagárak növekedése, illetve az egyes ágazatok termelési hiánya okozták. Ha összehasonlítjuk az euróövezet helyzetét az amerikai gazdaságéval, akkor azt találjuk, hogy az ellátási láncok töredezettsége kisebb mértékben érintette az eurózóna gazdaságát, így ennek inflációs hatása alacsonyabb volt, ugyanakkor tartósabb is. Az energia-ársokk transzmissziója mindkét terület esetében nagyon hasonló, míg az élelmiszerinfláció erőteljesebb volt az eurózónában (Arce et al., 2023).

Összegezve, a nemkonvencionális intézkedések alkalmazása indokoltá válik, amikor a gazdasági teljesítmény gyenge, a kibocsátás élénkítésre szorul, az infláció a jegybanki cél alá csökken, vagyis deflációs veszély fenyeget, de a központi bank hagyományos eszközével, az alapkamattal már nem képes további élénkítésre. A koronavírus válság alatt a kamatok tartós csökkenése miatt a jegybankok a nominális kamatok effektív alsó korlátjába ütköztek, míg a jelentősen mérséklődő infláció az árstabilitás fenntartását veszélyeztette. Ennek biztosítása érdekében a jegybankok aktív szereplőivé váltak a piacoknak, aminek következtében a Federal Reserve és az Európai Központi Bank eszközvásárlási programjai soha nem látott intenzitással folytak. A vásárlások jelentős részét államkötvények tették ki: a Fed 2020. március 23-án nyílt végűvé tette állampapírvásárlási programját, míg az EKB a magán-, illetve az állami szektor értékpapírjaira vonatkozó eszközvásárlási programjának (PEPP) keretösszegét 1850 milliárd euróra bővítette.

A pandémia alatt végrehajtott eszközvásárlások jelentős hatással voltak az euróövezeti és az amerikai hozamok csökkenésére. A kötvény- és más eszközhozamok csökkenése hozzájárult a hitelköltségek csökkenéséhez, aminek köszönhetően csökkent a vállalatok hitelköltsége, ami hozzájárult a gazdaság helyreállásához. Ezzel párhuzamosan azonban a jegybankmérlegek is jelentős mértékűre növekedtek, velük együtt pedig a jegybank által vállalt különböző kockázatok is. Az eszközvásárlások következtében a Fed mérlege 2021. végére a duplájára duzzadt, míg az EKB mérlege GDP-arányosan 130 százalékponttal emelkedett.

Végezetül, a posztpandémiás időszak magas inflációja nem feltétlenül az expanzív monetáris politika eredménye. A gyorsan emelkedő inflációhoz ugyanis olyan tényezők is hozzájárulhattak, mint a pandémia után megemelkedő kereslet, az orosz-ukrán konfliktus következtében létrejött energia-ársokk, illetve más egyéb külső tényezők is, amikre a monetáris politikának nincs közvetlen ráhatása. Ugyanakkor nehéz megmondani, hogy mi történt volna, ha a jegybankok nem vállalnak aktív szerepet a válságkezelésben, de valószínűleg a gazdasági szereplők bizalmatlansága és a pánik tovább fokozódott volna, ami tovább mélyítette volna a visszaesést.

5. Összefoglalás

Tanulmányomban részletes áttekintést adtam a nemkonvencionális jegybanki eszközök felépítéséről, működéséről, céljáról. Az eszközök gyakorlati működésének bemutatása érdekében két globálisan meghatározó jegybank, nevezetesen a Federal Reserve és az Európai Központi Bank, koronavírusválság kezelésére bevezetett eszközvásárlási programjait fejtettem ki nagyobb részletességgel, illetve azok gazdaságra, kötvényhozamokra és magára a jegybankmérlegre gyakorolt hatását vizsgáltam.

A pandémiát a historikusan alacsony kamatok időszaka előzte meg, így annak kirobbanásakor a jegybankok fő monetáris politikai eszköze, az alapkamat hatástalannak bizonyult a gazdaság további élénkítésére, melyből adódóan a jegybankok úgynevezett nemkonvencionális intézkedéseket vezettek be. A hagyományos eszközökkel ellentétben – amelyek az irányadó ráta meghatározásán keresztül gyakorolnak hatást a gazdaságra – a nemkonvencionális eszközök által a jegybankok olyan programokat hoztak létre, amelyen keresztül széleskörű eszközvásárlásokat folytattak, illetve likviditást nyújtottak rendkívül kedvező feltételek mellett a gazdasági szereplők számára. Ebbe a kategóriába sorolhatjuk továbbá a negatív kamatokat, valamint az előretekinthető iránymutatást, amelyen keresztül a jegybank a piaci várakozásokat befolyásolja.

A Federal Reserve és az Európai Központi Bank a koronavírus gazdaságra gyakorolt negatív hatásának mérséklése, valamint az árstabilitás és a pénzügyi finanszírozás fenntartása érdekében széleskörűen vezették be válságkezelő intézkedéseiket és soha nem látott mértékben folytattak eszközvásárlást. A Fed a pénzügyi piacok támogatása érdekében korlátlan likviditás mellett vásárolt

kötvényeket, míg az EKB kifejezetten a pandémiás vészhelyzetre való tekintettel új, átmeneti eszközvásárlási programot hirdetett a magán- illetve az állami szektor értékpapírjainak vásárlására.

A két globálisan meghatározó jegybank nemkonvencionális eszközei kulcsszerepet játszottak a gazdasági stabilitás fenntartásában. Lehetetlen azonban pontosan megmondani, hogy az egyes programok hatása külön-külön mekkora hányaddal szerepelt. A programok ugyanis egymással párhuzamosan, egymást kiegészítve működtek, a gazdaságra gyakorolt pozitív hatásuk pedig ebből kifolyólag egymástól elkülöníthetetlen. Lehetséges, hogy egyes programok nem olyan mértékben vagy egyáltalán nem fejtették ki várt hatásukat, melynek magyarázataként a piaci szereplők magatartása (növekvő megtakarítási hajlandóság, portfólió-kiegyensúlyozás), a program strukturális kialakításában rejlő akadályok (sokszor túl bonyolult kialakítás miatt az átlagos fogyasztó, illetve vállalat számára nehéz volt a programok teljes megértése vagy a támogatás igénybevétele) vagy egyéb külső befolyásoló tényezők (a lezárások korlátozták a kínálatot, ami a keresletre is kedvezőtlenül hatott) álltak, de összességében hozzájárultak a piacok stabilizálásához.

Erős vita övezi továbbra is a jegybankok nemkonvencionális eszközeinek hatékonyságát, ugyanakkor nehéz megmondani, hogy mi történt volna, ha a jegybankok nem vállalnak a piacok aktív szereplőivé a válságkezelés során. Elmondható, hogy a gazdaság kevesebb, mint másfél év alatt képes volt regenerálódni. Lehetséges, hogy a jegybankok beavatkozása nélkül a recesszió mélyebb lett volna, ugyanakkor az sem kizárt, hogy a gyors helyreállítás csupán spontán regeneráció eredménye és valójában nem befolyásoltak a hozott intézkedések.

Irodalomjegyzék

- [1] Adrian, T., Natalucci, F. & Obstfeld, M. (2020): COVID-19 Impact and Policy Response. Global Financial Stability Report, Chapter 1. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- [2] Arce, Ó., Ciccarelli, M., Kornprobst, A. & Montes-Galdon, C., (2023): What caused the euro area post-pandemic inflation? An application of Bernanke and Blanchard (2023).
- [3] Bernanke, B. S. & Blanchard, O. J. (2023): What Caused the US Pandemic-Era Inflation?, Working Paper 31417, National Bureau of Economic Research, Cambridge MA.
- [4] Bernanke, B.S. & Reinhart, V.R. (2004): Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates, *American Economic Review*, 94(2), pp. 85–90. Link: <https://doi.org/10.1257/0002828041302118>.
- [5] Bihari, P. (2013) Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazása Magyarországon és külföldön – néhány tapasztalat. *Köz-gazdaság*, 8 (3). pp. 39–61.
- [6] 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.
- [7] Borio, C. & Disyatat, P. (2009): Unconventional monetary policies: an appraisal, BIS Working Papers No 292.
- [8] Claeys, G., Sonnenberg, N., Whelan, K., Gros, D., Shamsfakhr, F. & Wyplosz, C. (2023): Quantitative tightening in the euro area. ECON committee. Monetary Dialogue Papers, March 2023
- [9] Congressional Research Service (2021): The Federal Reserve's Response to COVID-19: Policy Issues. Fed. (letöltve: https://case.house.gov/uploadedfiles/r46411_fed_reserve.pdf , 2024. 10. 28.)
- [10] Csiki M. (2019): A nemkonvencionális monetáris politika transzmissziós mechanizmusa, valamint a mennyiségi lazítás egyes pénzpiaci és makrogazdasági hatásai. In: Móra Akadémia : szakkollégiumi tanulmánykötet 7., (7). pp. 13–31.,
- [11] Delgado, M. & Gravelle, T. (2023): Central bank asset purchases in response to the Covid-19 crisis. Basel: Bank for International Settlements (CGFS papers, no 68).
- [12] EKB (2020): Monetary policy in a pandemic emergency. (letöltve:<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp201111~d01e03eb9c.en.html>, 2024.10.29.).
- [13] EKB (2020): Gazdasági jelentés 2020/2, MNB, <https://www.mnb.hu/letoltes/2020-issue-2-overview-to-pl-hu.pdf> (letöltve: 2024. 09. 23.)
- [14] EKB (2020): Gazdasági jelentés 2020/4, MNB, <https://www.mnb.hu/letoltes/2020-issue-4-overview-hu.pdf> (letöltve: 2024. 09. 23.)
- [15] EKB (2020): Gazdasági jelentés 2020/8, MNB, <https://www.mnb.hu/letoltes/2020-issue-8-overview-hu.pdf> (letöltve: 2024. 09. 23.)
- [16] EKB (2021): Miért fontos az árak stabilitása, EKB, Miért fontos az árak stabilitása? (europa.eu) (letöltve: 2024.09.23.)
- [17] EKB (2021): Gazdasági jelentés 2021/6, MNB, <https://www.mnb.hu/letoltes/2021-issue-6-overview-hu.pdf> (letöltve: 2024. 09. 23.)
- [18] Fed (2020): Federal Reserve announces the establishment of temporary U.S. dollar liquidity arrangements with other central banks Board of Governors of the Federal Reserve System. (letöltve: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm>, 2024. 10. 28.)
- [19] Fed (2020): Federal Reserve Board - Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy, Fed, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/monetary20200323b1.pdf>, (letöltve: 2024. 10. 23.)

- [20] Feldkircher, M., Huber, F. & Pfarrhofer, M. (2021): Measuring the effectiveness of US monetary policy during the COVID-19 recession, *Scottish Journal of Political Economy*, Scottish Economic Society, vol. 68(3), pages 287-297, July. DOI: 10.1111/sjpe.12275.
- [21] Janus, J. (2016) 'The transmission mechanism of unconventional monetary policy', *Oeconomia Copernicana*, 7(1), p. 7. (letöltve: <https://doi.org/10.12775/OeC.2016.001>).
- [22] Kenton, W. (2022): Non Standard Monetary Policy: Definition and Examples. Investopedia. Link: <https://www.investopedia.com/terms/n/nonstandard-monetary-policy.asp>
- [23] Krekó J., Balogh Cs., Lehmann K., Mátrai R., Pulai Gy. & Vonnák B. (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. MNB-tanulmányok 100. MNB.
- [24] Morgan, P. (2009): The Role and Effectiveness of Unconventional Monetary Policy. ADBI Working Paper 163. Tokyo: Asian Development Bank Institute.
- [25] New York Fed (2020): Statement Regarding Treasury Reserve Management Purchases and Repurchase Operations - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (letöltve: https://www.newyorkfed.org/markets/opolicy/operating_policy_200312a)
- [26] New York Fed (2020): FAQs: Commercial Paper Funding Facility - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK. (letöltve: <https://www.newyorkfed.org/markets/commercial-paper-funding-facility/commercial-paper-funding-facility-faq>)
- [27] Potter, S.M. & Smets, F. (2019): Unconventional monetary policy tools: a cross-country analysis. Basel: Bank for International Settlements (CGFS papers, no 63).
- [28] Ramsden, D. (2020): Speech of The Monetary Policy Toolbox in the UK, Bank of England. (letöltve: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2020/the-monetary-policy-toolbox-in-the-uk-speech-by-dave-ramsdén.pdf>, 2024. 09. 10.)
- [29] Schnabel, I. (2020): What central banks have done to help the economy survive COVID-19. SUERF Policy Note, Issue No 163. SUERF – The European Money and Finance Forum.
- [30] Sims, E. & Wu, J. C. (2021): Evaluating Central Banks' tool kit: Past, present, and future, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 118(C), pages 135-160.
- [31] Smith, C. (2021) 'Quantitative easing'. (letöltve: <https://lordslibrary.parliament.uk/quantitative-easing/> , 2024.10.29.)
- [32] Swanson, E. (2023): The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Conventional and Unconventional Monetary Policies, NBER Working Paper No. 31603.
- [33] Swanson, E. (2021): Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases. *Journal of Monetary Economics* Volume 118, March 2021, Pages 32-53
- [34] Wieladek, T (2023): Does QE generate more inflation than conventional monetary policy?, CEPR Discussion Paper 18463
- [35] Ubide, A (2022): The Inflation Surge of 2021-22: Scarcity of Goods and Commodities, Strong Labor Markets and Anchored Inflation Expectations, *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Volume 57 (2022), Number 2, pp. 93–98.