

BIHARI PÉTER–SZTANÓ GÁBOR

SIKERTÖRTÉNET VAGY SOK HŰHÓ SEMMIÉRT?

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS EREDMÉNYESSÉGE AZ EGYESÜLT ÁLLAMOKBAN

Az előretekintő iránymutatás egy új monetáris politikai eszköz, amely a globális válságot követő monetáris lazítás megvalósításában jutott szerephez. A jövőbeli kamatpályára vonatkozó jelzésekkel a jegybankok részben a piaci bizonytalanságokat kívánják mérsékelni, részben az alacsony kamatú környezet tartós fennmaradásáról próbálják meggyőzni a piaci szereplőket. Jelen tanulmány ennek az új monetáris politikai eszköznek az eredményességét vizsgálja az Egyesült Államok példáján. Bizonyítottnak látszik, hogy az előretekintő iránymutatás érdemi szerepet játszott a 2008 vége és 2012 eleje közötti monetáris lazításban. 2012 és 2014 között a kamatemelési várakozásokat mérsékelte és így része volt a túlzott hozamemelkedés megakadályozásában. A válság lezárulását követően az előretekintő iránymutatás új szerepet kaphat. Rövidesen a kamatemelkedés sebessége és várható mértéke lehet az iránymutatás tárgya. Elvi megfontolások és a vizsgált múltbeli gyakorlati tapasztalatok alapján kijelenthető, hogy a makrogazdasági helyzet normalizálódásával az előretekintő iránymutatás a monetáris politika tartós elemévé válhat.

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

BEVEZETÉS

A globális válságot követő gazdasági visszaesésre és deflációs fenyegetésre a jegybankok számottevő monetáris lazítással reagáltak. Hagyományos monetáris politikai eszközökkel azonban a makrogazdasági fordulat eléréséhez szükséges mértékű lazítás több országban is kivihetetlennek bizonyult. A kamatsökkentések az alsó kamatkorlát eléréséig folytatódhattak, ez a tér azonban azokban a gazdaságokban, amelyekben a válság előtt is alacsony kamatszint alakult ki, nem volt elég bő. A monetáris lazítás folytatásához új típusú eszközök alkalmazása vált szükségessé. Jelen tanulmányban az *előretekintő iránymutatás* alkalmazásának eredményességét vizsgáljuk meg az Egyesült Államok példáján. Arra vagyunk kíváncsiak, hogy kimutatható-e összefüggés a jegybank jövőbeli kamatpolitikájára vonatkozó nyilatkozatok és a piaci hozamok alakulása között. Az alkalmazott módszer korlátainál fogva csak óvatos következtetések levonására vállalkozhattunk. Bizonyítottnak látjuk, hogy 2008 vége és 2012 eleje között a monetáris lazítás továbbvitelében érdemi szerepet játszott az előretekintő iránymutatás. A 2012–2014 között bekövetkezett hozamemelkedést viszont nem az előretekintő iránymutatás kudarcaként értékeljük.

A monetáris lazítás időszaka több országban is lezárulóban van. Az Egyesült Államokban a javuló munkaerő-piaci helyzet, az inflációs várakozások erősödése követ-

keztében 2015 elején látótávolságba került a kamatok emelkedése. A megváltozott makrogazdasági környezetben az előretékintő iránymutatás is új szerepet kaphat. Eddig az alacsonykamatkörnyezet fennmaradásának várható időtartamára adott iránymutatást a jegybank. A most formálódó új helyzetben a kamatemelkedés sebessége és várható mértéke lehet az iránymutatás tárgya. Amennyiben a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos piaci várakozások eltérnek a jegybank szokásos viselkedési szabálya alapján levezethető pályától, akkor indokolt lehet az iránymutatás. Elvi megfontolások és a vizsgált múltbeli gyakorlati tapasztalatok alapján úgy ítéljük meg, hogy a makrogazdasági helyzet normalizálódásával a piaci várakozások befolyásolása új eszközünek számító előretékintő iránymutatás a monetáris politika tartós elemévé válhat.

A tanulmány első részében röviden ismertetjük azt a kontextust, amiben az előretékintő iránymutatás, mint új monetáris politikai eszköz megjelenik. Az ezt követő rész az új eszköz alkalmazásának sikerességét mérő módszert ismerteti. A harmadik részben bemutatjuk hogyan hatott az előretékintő iránymutatás az azonnali állampapír-piaci hozamokra és a forward hozamokra. A tanulmány következtetések levonásával zárul.

ELVI MEGFONTOLÁSOK

A monetáris politika az árstabilitás fenntartásával tud hozzájárulni a növekedési potenciál legjobb kiaknázásához. Néhány rövid időszak kivételétől eltekintve az elmúlt évtizedekben az árstabilitásnál nagyobb infláció visszaszorítása állt a jegybanki politikák homlokterében. A magas infláció miatti társadalmi költségek mérséklése, a kiszámíthatatlanság megszüntetése érdekében a monetáris politikák alapvetően antiinflációs jellegűek voltak. Mára sok országban éppen ellentétes kihívással szembesülnek a jegybankok. A globális válság következményeként visszaeső kereslet nyomán a fogyasztói árak növekedése elmarad az árstabilitásnak megfelelő mértéktől, egyes országokban negatív fogyasztói árindex alakult ki. A túl alacsony (az árstabilitástól lefelé eltérő) infláció (és még inkább a defláció) a kereslet további szűkülésével, az államadósság reálterheinek megnövekedésével (a költségvetési politika mozgásterének beszűkülésével) fenyeget, ami végül az alacsony növekedés konzerválódásában csapódik le. A jegybankok legjobb növekedési hozzájárulása ebben a helyzetben a *negatív inflációs gap* (az árstabilitástól lefelé eltérő fogyasztói árindex) megszüntetése, ami alapvetően jegybanki kamatcsökkentések révén valósulhatott meg.

Nyilvánvaló, hogy minél nagyobb az eltérés az árstabilitás és a tényleges inflációs folyamatok között, annál erőteljesebb kamatváltoztatás szükséges annak megszüntetéséhez. A jegybanki döntések transzmissziójának ereje (változása) is befolyásolja a kamatlépések gazdasági folyamatokra gyakorolt hatásait. A gazdasági kilátásokkal kapcsolatos erős pesszimizmus (vagy a várakozások romlása) esetén csak nagyobb kamatcsökkentés képes a szándékolt következmény elérésére. A jegybank mozgásterét viszont behatárolja a zéró kamatküszöb, mert negatív irányadó kamatok a szándékolttal éppen ellentétes hatást fejthetnek ki: ahelyett, hogy élénkítenék inkább visszavetik a keresletet [Bihari, 2013]. A tapasztalatok szerint sok országban

nagyobb kamatcsökkentés lett volna szükséges, mint amennyi lehetséges volt [Butter, 2009]. A teljeskörűség igénye nélkül említhető, hogy az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában, az Európai Unióban, Svédországban, Izraelben a válság kitörését követően radikális monetáris lazításba kezdtek, a kamatcsökkentések azonban a zéró küszöb korlátjába ütközve nem tudtak olyan mértékben változtatni a monetáris kondíciókon, mint ami az árstabilitás újbóli eléréséhez szükséges lett volna.

Ezek a jegybankok válaszut elé kerültek. Olyan új eszközökhöz nyúlnak, amelyek reménnyel kecsegtetnek az árstabilitás elérésére, de bizonyos monetáris politikai alapelveket sértenek; vagy tudomásul veszik a negatív inflációs rés és a negatív kibocsátási rés tartós fennmaradását, amivel pedig a legalapvetőbb jegybanki mandátum sérül. Az Egyesült Államokban, Nagy-Britanniában és bizonyos késéssel az eurozónában a jegybankok *vállalati és állami kötvényvásárlási programokat* indítottak, amelyek révén többletlikviditást pumpáltak a rendszerbe, amitől a hozamok csökkenését és azzal egyidejűleg az inflációs várakozások megemelkedését remélték. A kötvényvásárlási programokkal tabuk dőltek meg. A vállalati kötvények vásárlásával a jegybank vállalati hitelkockázatot vállal, ami az eddigi felfogás szerint nem egyeztethető össze a modern jegybanki szerepértelmezéssel. Az államkötvények vásárlása pedig a monetáris finanszírozás tilalmának megsértését vetheti fel, még akkor is, ha a vásárlás nem az elsődleges piacon valósul meg. Nem csupán arról van szó, hogy a jegybanki vásárlások által előidézett hozamcsökkenés következtében olcsóbban finanszírozza magát az állam. A másodpiaci többletkereslet az elsődleges piac felvevőképességét is növeli, ezáltal pedig bővíti az államháztartás számára rendelkezésre álló finanszírozási forrásokat [lásd erről részletesebben Bihari, 2013].

A jegybanki kötvényvásárlások a programok futamideje alatt sikerrel csökkentették az állampapír-piaci hozamokat.¹ A reáltőke költség-csökkenéstől azonban csak akkor várható a beruházási aktivitás fokozódása, ha a változás tartósnak ígérkezik. Ugyanakkor a piaci szereplők okkal tarthattak attól, hogy a programok leállítását követően a hozamok újra emelkedni kezdenek, és ez a hosszú futamidejű papírok birtokosainál különösen nagy veszteséget okozhat [Ábel, 2015]. Ha a hozamok csökkenését csak a bepumpált többletlikviditás okozza, akkor ennek elmaradása valóban hozamemelkedéshez vezethet, a jövőbeli hozamemelkedési félelmek viszont a jelenidőszaki költségek ellen hatnak. A befejeződő programokat követő újabb programok (pl. QE1, QE2, QE3 az Egyesült Államokban) távolabbra tolták a jövőbeli bizonytalanság kezdetét, de az aggodalmakat nem oszlatták el.

A hozamemelkedési félelmek másik forrását a jegybank jövőbeli kamatpolitikájával kapcsolatos bizonytalanságok jelentették. A jegybank szokásos viselkedési szabályai alapján tudni lehetett, hogy a beinduló növekedést és az inflációs várakozások megemelkedését előbb-utóbb monetáris szigorítás követi. Minél sikeresebbek a programok, annál gyorsabb és erőteljesebb jegybanki reakcióra lehet számítani. A közeli jövőben bekövetkező kamatemeléstől való félelem azonban a jelen időszaki vásárlásokat, azaz éppen a kötvényvásárlási programok élénkítő hatását gyengíti. A szükséges reálgazdasági hatás eléréséhez ezért az is kellett, hogy a piaci szereplők bízzanak abban, hogy az alacsony hozamú környezet a meginduló növekedést és a kötvényvásárlási programok lezárulását követően is tartósan fennmarad.

¹ Számszerű becslést ad például az IMF [2013] és Swanson [2011].

Az alacsonyhozam-környezet tartós fennmaradására vonatkozó piaci várakozás kialakulását a vezető jegybankok jelentős része *előretekintő iránymutatás* (forward guidance)² alkalmazásával is igyekezett támogatni. Általánosan definiálva: az előretekintő iránymutatás a jövőbeli monetáris politikai döntésekkel kapcsolatos információnyújtás a piac számára. Ebbe az általános definícióba belefér egy folyamatban lévő kamatemelési ciklus hosszáról történő információnyújtás is. A válság utáni deflációközeli környezetben azonban a jegybankok jelzései a kamatok változatlan szinten tartásának (és a mennyiségi lazításnak) várható időtartamára vonatkoztak. Fő céljuk egy korai kamatemeléssel kapcsolatos piaci félelmek eloszlatása, vagy más megfogalmazásban: a piaci várakozásoknál hosszabb kamattartási időszak melletti elköteleződés jelzése. „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.”³ [Wouter den Haan, 2013: 10. o.] Az előretekintő iránymutatás a válság kirobbanását követő első években elsősorban a kötvénnyvásárlási programok kiegészítő eszközeként, a programok sikerre vitelének egyik biztosítékaként értelmezhető. A jövőbeli kamatpálya alakulására vonatkozó jegybanki információra volt szükség ahhoz, hogy a kötvénnyvásárlási programok hozamcsökkentő, gazdaságélénkítő hatása teljes mértékben kibontakozhasson.

A jegybanki kommunikáció nyíltabbá válása hosszabb tendenciába illeszkedik. Már hosszabb idő óta mind több információ jelenik meg a döntéshozó testületek üléseiről, szavazási eredményekről, gyakoribbá váltak a döntéshozói publikus megszólalások. 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.⁴ Az előretekintő iránymutatás ezeknél közvetlenebb, konkrétabb, távolabbi időhorizontra vonatkozó üzeneteket közvetít. Ezért új, jelenleg még nem eldönthetően *átmeneti vagy tartós* monetáris politikai eszköznek tekinthetjük az előretekintő iránymutatást. Az előretekintő iránymutatás a kötvénnyvásárlási programok lezárulását követően, egy szigorítási ciklus ideje alatt is önálló monetáris politikai eszközként is szerepet játszhat a piaci várakozások befolyásolásában. Elképzelhető, hogy lesznek olyan jegybankok, amelyek a növekvő transzparencia, a kiszámíthatóbb gazdasági környezet igényére válaszolva, vagy a piaci várakozások befolyásolására használva eszköztáruk tartós elemének tekintik az előretekintő iránymutatást.

A kamatpályára vonatkozó jegybanki jelzések változatos formákat öltenek.⁵ Egyes esetekben a gazdasági folyamatok meghatározott alakulásához kötve kerül sor a kamatpálya előrevetítésére. Ez az előretekintő iránymutatás inkább egy feltételes előrejelzés. A pillanatnyilag rendelkezésre álló információk alapján készített gazdasági előrejelzés a jövőbeli kamatok alakulásának alapja. Ha új információk

2 A továbbiakban az *előretekintő iránymutatás* és a *forward guidance* kifejezéseket szinonim fogalmaként használjuk.

3 Hasonlóan érvel Aglietta [2013], valamint Csontos, Lehmann és Szalai [2014].

4 A jövőbeli kamatpálya publikálása is előfordult (pl. Új-Zéland, Svédország), de ez nem vált széles körben követett gyakorlattá.

5 Az iránymutatás típusairól lásd Campbell et al. [2012].

alapján más gazdasági pálya rajzolódik ki, akkor a kamatpálya is módosul. Az előretékintő iránymutatás erősebb változata az, amikor a jegybank meghatároz egy időpontot vagy egy időtartamot, ameddig a kamatszintet változatlanul tartja. Még erősebb elköteleződést jelent, amikor valamilyen *makrogazdasági állapotváltozó* (foglalkoztatás, fogyasztói árindex) meghatározott értékének elérésig vállalja a kamat szinten tartását.⁶

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 ami szokásos viselkedése alapján kikövetkeztethető lenne, akkor az eredeti piaci kamatvárakozások a jegybank által frissen kommunikált pálya felett helyezkedhetnek el (mert ezek a várakozások a korábbi viselkedésszabályok figyelembevételén alapultak) Az előretékintő iránymutatás éppen annak jelzésére szolgálhat, hogy *a jegybank viselkedésében változás várható*. Ha szándékairól sikerül meggyőznie a piac szereplőit, akkor a hozamoknak mérséklődniük kell. A meginduló gazdasági növekedés mellett is alacsony szinten maradó hozamok a kedvező reálgazdasági folyamatokat tovább erősítik. Az alacsonyabb hozam azonban nem minden esetben gazdaságélénkítő hatású. Az esetlegesen kedvezőtlenebbé váló jegybanki gazdasági prognózis is a korábban vártnál hosszabb kamattartást, azaz a vártnál alacsonyabb jövőbeli kamatszintet eredményezhet, ám elképzelhető, hogy a romló reálgazdasági kilátások következtében az alacsonyabb hozamszint sem képes serkenteni a gazdasági aktivitást. Megfelelő részletességű magyarázattal kerülhető el az, hogy a vártnál alacsonyabb jövőbeli hozamra vonatkozó jelzést a piac ne a gazdasági környezetről alkotott jegybanki megítélés romlásaként, hanem a jegybanki magatartás változásaként értékelje.

Miután az előretékintő iránymutatás révén a jegybank arról igyekszik meggyőzni a piaci szereplőket, hogy a várakozásaiknál alacsonyabb vagy hosszabban alacsony hozamszintre számíthatnak, az új monetáris politikai eszköz eredményességét is a piaci percepciókban bekövetkező változás alapján lehet megítélni. Ha az előretékintő iránymutatást követően a hozamok mérséklődnek, akkor a jegybank kommunikációs erőfeszítései sikeresnek tekinthetők, feltéve, hogy az is kimutatható, hogy a hozamcsökkenés az előretékintő iránymutatás, nem pedig más tényezők hatására következett be. Ha a hozamok változatlanok, vagy emelkednek, az előretékintő iránymutatás mérlege nehezebben vonható meg. Lehetséges, hogy sikertelen volt a jegybanknak a várakozás befolyásolására irányuló kísérlete. Nem zárható ki azonban az sem, hogy az előretékintő iránymutatás nélkül a hozamok emelkedtek volna, és éppen a várakozások kedvező irányú elmozdulásának eredménye a hozamok változatlansága. Vagy éppen a bekövetkezettnél nagyobb mértékű lett volna a

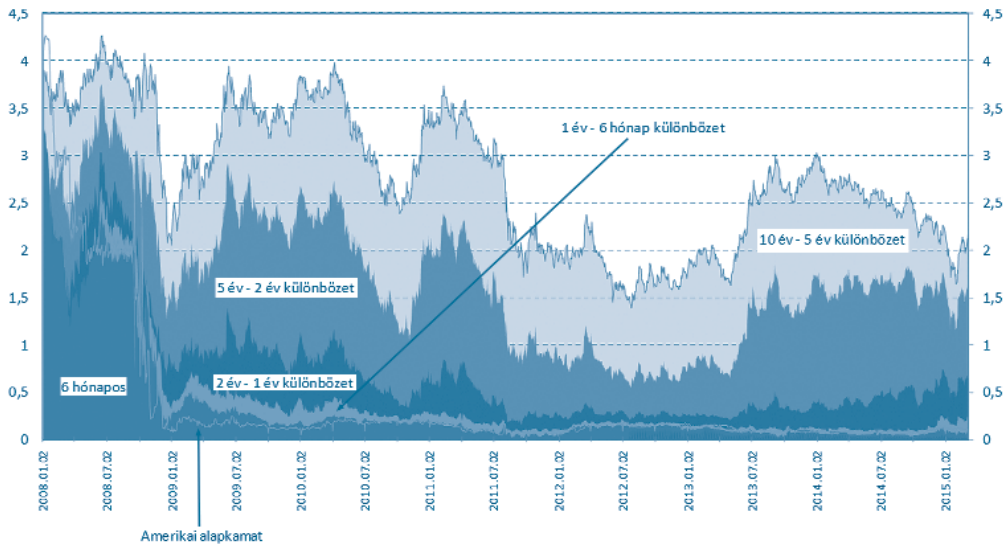
6 Erős elköteleződés nélkül az előretékintő iránymutatást Buitter „üres beszédnek” tartja [Buitter, 2013]. Az erős elköteleződés viszont kényszerpályára helyezheti a jegybankot. Ha a bejövő új információk a korábbi ígéretek felülvizsgálatát indokolják, súlyos hitelességi veszteség keletkezhet. „Minél sikeresebb az előretékintő iránymutatás a növekedés és a foglalkoztatás ösztönzésében, annál nagyobb a jegybank késztetése a lazító politika ígértnél korábbi befejezésére.” [Lee, 2013: 1.o.] Az ígéretek megszegése hitelességi veszteséggel jár, az ígéretekhez való ragaszkodás pedig az újonnan rendelkezésre álló információk fényében az optimálistól eltérő magatartáshoz vezethet.

hozamemelkedés forward guidance nélkül. Ennek bizonyítása azonban szinte lehetetlen, ezért a forward guidance sikeressége körül tapasztalható viták természetesen tekinthetők. A sikeresség csak olyan steril körülmények között lehetne minden kétséget kizáróan bizonyítható, ahol a jegybanki jelzéseken kívül más tényezők nem gyakorolnak hatást a hozamok alakulására. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a hozamok csökkenése a forward guidance sikerességének elégséges bizonyítéka, a hozamok emelkedése viszont nem automatikusan a sikertelenség jele. Mivel a piaci szereplők gazdasági döntései szempontjából elsősorban a jövőbeli hozamok a meghatározóak, az előretekintő iránymutatás sikerét is e hozamok alakulása alapján tudjuk megítélni.

A továbbiakban az Egyesült Államok példája alapján teszünk kísérletet az előretekintő iránymutatás eredményességének megállapítására.

AZ ALKALMAZOTT MÓDSZER

A 2008 októberében kitört pénzügyi válságra az amerikai jegybank azonnal kamatcsökkentéssel reagált. Rövid futamidők esetében, egészen egy éves futamidőig, a hozamok gyorsan követték az alapkamat változását és tartósan annak közelében maradtak. A hosszabb futamidejű papírok esetén eltérő a kép. A gyors alkalmazkodás itt is bekövetkezett, és a 2015 eleji hozamszintek a 2009 eleji értékek közelében állnak, de időközben jelentékeny hozamingadozások történtek. 2009 eleje és 2012 eleje között a hozamok mérséklődtek, azt követően pedig emelkedtek.



Forrás: Bloomberg

1. ábra Amerikai állampapír-piaci hozamok és az amerikai alapkamat alakulása

Ezt a végeredményt számos egyidejűleg ható tényező okozhatta, amelyek szétválasztása különösen nehéz feladat lehet. Az időszak első felében tapasztalt mozgások konzisztensek a jegybank törekvéseivel. Plauzibilis, de önmagában nem meggyőző az a magyarázat, hogy minél inkább elkötelezettséget vállalt a Fed a laza monetáris politika iránt, annál inkább lehetett arra számítani, hogy stabilak maradnak a rövid hozamok, és mérséklődnek a hosszabbak. Elképzelhető ugyanis, hogy az előretekintő iránymutatást a piaci szereplők nem tekintik hitelesnek, a hozamok mégis csökkennek, mert a feltörekvő piacoktól az amerikai piacok felé jelentős befektetői kereslet áramlik. Lehetséges az is, hogy az időszak első felében a kötvénnyvásárlási programok jelentik a hozamcsökkenés fő magyarázatát, mint ahogy a későbbi időszak hozamemelkedése az eszközvásárlások kivezetésére vonatkozó várakozások hatásának tulajdonítható.

Jövőbeli jegybanki kamatmagatartásra vonatkozó testületi jelzéseket a FOMC (Federal Open Market Committee, Nyíltpiaci Bizottság, a Fed monetáris döntéshozó testülete) ülések közleményei, illetve az ülések utáni sajtótájékoztatók tartalmazzák. A bejelentések hatásának bemutatására az ülések utáni közlemények azonnali piaci reakcióinak megfigyelését választottuk. Az ülések makrogazdasági helyzetértékelése is befolyásolja a piaci szereplők várakozásait, ám ezek az értékelések viszonylag ritkán tartalmazzak meglepetésszerű elemeket. Az ülések között bejövő információk alapján már többé-kevésbé konszenzusos kép alakulhat ki a várható gazdasági kilátásokról. A percepciók változásának hozammódosító hatásai már a FOMC-ülések közötti időszakban lecsapódnak. A kötvénnyvásárlási programokra vonatkozó bejelentések (újak indítása, a leállítás ütemezése stb.) piacbefolyásoló jellegűek, ám ezeket is több előzetes információ, megelőlegező jellegű vezetői megnyilatkozás előzte meg, aminek következtében az intézkedések előzetes beárazódása már nagyrészt megtörténhetett. Azt feltételezzük, hogy az előretekintő iránymutatásra vonatkozó bejelentésekkel egyidejűleg más impulzus nem éri a piaci szereplőket, ezért a hozamokban megfigyelhető azonnali változásokat e bejelentések hatásának tulajdonítjuk. Mindazonáltal a mennyiségi lazító intézkedéseket tartalmazó bejelentések esetleges módosító hatására több helyen is felhívjuk a figyelmet. A 2008 vége és 2014 eleje közötti időszakban nyolc olyan ülést azonosítottunk, amelyen előretekintő iránymutatás született.⁷ Ezek részben a kamattartás várható időtartamát vagy végének legkorábbi időpontját adták meg, illetve valamilyen állapotváltozó meghatározott értékének eléréséhez kötötték a tartás idejét.⁸

A vizsgálat során felhasznált adatok forrása a Bloomberg és a Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Data adatbázisa. A bejelentések hozamokra gyakorolt hatását az ülések előtti (t-1) és az üléseket követő nap (t+1) hozamai közötti elmozdulással mérjük. Az alkalmazott módszer segítségével nem tudjuk bizonyítani, hogy a tartós hozamváltozások az előretekintő iránymutatáshoz köthetők-e. Azt azonban ellenőrizni tudjuk, hogy a bejelentések okoztak-e elmozdulást a hozamokban, és ha

7 Demiray és szerzőtársai [2014], valamint Filardo és Hofmann [2014] hasonló módon határozták meg az iránymutatást tartalmazó ülések körét.

8 A jelzések szövegszerű megfogalmazását a függelék tartalmazza.

igen, akkor csak pillanatnyi meglepetéshatásokról volt-e szó. A $t+7$ napi hozamok figyelembevételével meg tudjuk állapítani, hogy az azonnali hatások nem párologtak-e el néhány nap elmúltával. Az eredmények értelmezését nehezíti, hogy a $t+1$ és $t+7$ nap között már megjelenhetnek új piacbefolyásoló információk is. Elképzelhető azonban az is, hogy a bejelentések hatásai csak késleltetéssel jelentkeznek. Az alkalmazott módszer ezek kimutatására nem alkalmas, ezért a kimutatott hozamváltozás csak óvatos következtetések levonását teszi lehetővé.

Az előretekintő iránymutatásra vonatkozó bejelentéseket követő hozamváltozások értelmezésénél azt is szükséges figyelembe venni, hogy az ilyen típusú bejelentéseket nem tartalmazó FOMC-üléseket általában milyen mértékű hozamváltozások követték. Belesimulnak-e az előretekintő iránymutatást tartalmazó bejelentéseket követő változások az általános képbe, vagy kimutatható valamilyen több-lethatás?

Tekintettel arra, hogy az iránymutatással a jegybank célja a jövőbeli kamatpályára vonatkozó várakozások befolyásolása, ezért a spot hozamok mellett az egy és két év múlva induló 2, 3 és 5 éves hozamok változására is kíváncsiak voltunk. Az adatok a megfelelő futamidejű swap hozamokból származnak. Megjegyzendő, hogy a swap hozamokkal teljesen egyenértékű értékeket kapunk a különböző futamidejű spot benchmark államkötvény-hozamokból származtatott forward hozamokból is. A két adatforrás szinte teljes számszaki egyezősége miatt csak a swap hozamokból nyert adatokat szerepeltetjük. Az intuíció szerint a jövőbeli kamatpályára vonatkozó várakozások elmozdulása a spot hozamokra is hat. Ha a piac szereplői a korábban vártnál alacsonyabb jövőbeli hozamokra számítanak, akkor a jelenben is bátrabban vásárolnak állampapírokat, ami a spot hozamok csökkenéséhez vezethet. Ezért az előretekintő iránymutatást akkor tekintjük sikeresnek, ha kimutatható, hogy a bejelentések hatására a hozamgörbe egésze lefelé tolódott. Ugyanakkor az egy-egy napi hozamváltozásokból a megfigyelt események korlátozott száma miatt nem vonunk le messzemenő következtetéseket a hozamgörbe meredekségének megváltozására.

Az előretekintő iránymutatás piaci hatásait többen is vizsgálták már és meglehetősen eltérő eredmények születtek. *Woodford* [2012] jól mérhető azonnali hatásokat mutat ki a spot hosszú hozamoknál. A hozamgörbe laposabbá válásából a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos várakozások módosulására következtet. *Goodhart* [2013] kanadai és angol tapasztalatok alapján viszont azt állapítja meg, hogy a bejelentések hatása csak a rövid hozamok esetében mutatható ki, a hosszú hozamok esetében viszont nem. Hasonló következtetésre jutnak *Kool* és *Thornton* [2012], valamint *Filardo* és *Hoffmann* [2014]. Négy jegybank (FED, Bank of Canada, Bank of England, Bank of Japan) gyakorlatának áttekintése alapján azt állapították 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. Az általunk alkalmazott módszer *Filardo* és *Hofmann* megközelítéséhez hasonlít leginkább. Mi azonban a hosszú futamidők esetében a forward hozamokban bekövetkező változásokra fókuszálunk és ezeket a változásokat az előretekintő iránymutatást nem tartalmazó üléseket követő hozamváltozások fényében is értékeljük.

AZ EREDMÉNYEK

1. ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMOK A KAMATDÖNTŐ ÜLÉSEK KÖRNYEZETÉBEN

Az állampapírpiazi hozamok azonnali, spot ügyletekre vonatkoznak, így a teljes futamidőre eső átlagos befektetői hozamelvárás ragadják meg. Az 1. és 2. táblázatból látszik, hogy az előretekintő iránymutatást megfogalmazó FOMC-üléseket követően 2008 december és 2012 január között a rövidebb futamidőknél mérsékelte (átlagosan 2–4 bázispontos), a hosszabb futamidőknél lényeges (átlagosan 7–27 bázispontos) hozamcsökkenés jelentkezett. Az eltérés oka, hogy a rövid futamidejű hozamok az alapkamat csökkentésével párhuzamosan az alsó kamathatár által meghatározott szintre csökkentek. Az említett időszakban négy iránymutatást megfogalmazó ülést azonosítottunk. (Azokat soroltuk ebbe a körbe, amelyeken a várható kamattartás idejére vonatkozó explicit utalást tartalmazott a FOMC-ülésről kiadott közlemény.) Az iránymutatást nem tartalmazó 26 ülést követő hozamváltozások átlaga a teljes futamidő hosszában ezektől az értékektől markáns elmaradást mutat (2 bázispont alatti csökkenés). Az általunk kiemelt négy ülést követő jelentősebb hozamcsökkenést alapvetően az iránymutatás hatásának tulajdoníthatjuk. Megjegyzendő, hogy a 2009. márciusi ülés során a Fed döntött az eszközvásárlási programjának kibővítéséről, így a különösen agresszív hozamcsökkenés ebben az esetben ehhez a bejelentéshez is köthető.

A négy ülés során tapasztalt hozamcsökkenés jellemzően megmaradt a hetedik napra is, bár a 2. táblázat adatai a bejelentést követő elmozdulás részleges korrigálására utalnak. A 2008. decemberi ülést követően a korrekció a 2 és 3 éves futamidők esetében már a hozamok emelkedését eredményezte.

2012 februárjától, a megelőző időszakkal ellentétben, az iránymutatást megfogalmazó és a többi kamatdöntő ülést követő hozamváltozások (az éven belüli futamidő kivételével) egyaránt emelkedést mutatnak.

A rövidebb futamidők esetén a két üléstípust⁹ követő változások közötti különbség kicsi, a hosszabb futamidőknél azonban éppen az iránymutatást tartalmazó üléseket követően mutatkozott nagyobb emelkedés. Ez annak fényében különösen meglepő fejlemény, hogy a nagyobb elkötelezettséget kifejező bejelentések, amelyekről az intuíció alapján éppenséggel nagyobb hozamcsökkentő hatást lehetett volna várni, éppen erre az időszakra estek. Az eredmény értelmezésénél figyelembe kell venni, hogy 2012 februárjában az ötéves, illetve rövidebb papírok hozama nem haladta meg az egy százalékot, valamint a tízéves papír hozama két százalék körül alakult, így a rendkívül alacsonyra csökkent hozamok további mérséklődésére már csak kevés lehetőség volt. Magyarán szólva szolgálhat az is, hogy ugyanekkor a visszatekintő éves infláció 2,9 százalék volt, míg a Bloomberg felmérésben résztvevő elemzők 2 százalékos inflációt vártak egy évre előre, így a befektetések hozama középtávon is negatív reálkamatot biztosított csak. Érdeemes megjegyezni, hogy a t+7 napi hozamok alig mutatnak eltérést a t+1 napi hozamokhoz képest.

⁹ Az iránymutatást tartalmazó és az azt nélkülöző ülések jelentik a két típust.

1. táblázat Állampapír-piaci hozamok változása a bejelentést követő és megelőző napok között

	6 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	-2	-2	1	-4	-12	-32
2009. 03. 18.	-6	-10	-17	-24	-33	-40
2011. 08. 09.	0	-3	-8	-12	-17	-21
2012. 01. 25.	1	0	-2	-8	-12	-13
2012. 09. 13.	-1	1	1	2	2	11
2012. 12. 12.	-3	-1	1	2	6	8
2013. 12. 18.	0	0	5	5	14	9
2014. 03. 19.	1	1	7	15	15	10
FG átlag*: 2008. 12.-2012. 01.	-2	-4	-7	-12	-18	-27
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	-1	0	3	6	10	9
Nem FG átlag**: 2008. 12.-2012. 01.	-1	0	0	-2	-1	-2
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	0	0	1	2	4	3

A sötétebb mezők az érdemlegesnek tekintett hozamváltozások érzékeltetésére szolgálnak. Kerekített értékek!

*Forward guidance bejelentést tartalmazó üléseket követő hozamváltozások átlaga

**A forward guidance bejelentéseket nem tartalmazó üléseket követő hozamváltozások átlaga

2. táblázat Állampapír-piaci hozamok alakulása a bejelentést követő hetedik nap, illetve a bejelentést megelőző nap között

	6 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	5	-7	18	11	-5	-34
2009. 03. 18.	-4	-10	-7	-10	-16	-22
2011. 08. 09.	1	-2	-8	-12	-15	-10
2012. 01. 25.	2	2	-1	-8	-17	-23
2012. 09. 13.	1	2	2	3	0	1
2012. 12. 12.	-2	0	4	7	13	15
2013. 12. 18.	0	-1	8	15	24	14
2014. 03. 19.	0	-1	10	14	13	2
FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	1	-5	0	-5	-13	-22
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	0	0	6	10	12	8
Nem FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	0	1	1	0	0	-1
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	0	1	2	2	3	3

2. A HATÁRIDŐS HOZAMOK ALAKULÁSA

Az iránymutatást tartalmazó üléseket követően az egy év múlva induló határidős ügyletek hozamai az időszak elején minden futamidő esetében jelentős mértékben csökkentek (átlagosan 15–28 bázisponttal). A csökkenés mértéke lényegesen nagyobb, mint a spot hozamoké. Az iránymutatást nem tartalmazó FOMC ülések esetében az egy év múlva induló hozamok szintén csökkentek, ám a csökkenés mértéke (4–6 bázispont) többszörösen elmarad az iránymutatás utáni csökkenés mértékétől. Megállapítható ugyanakkor, hogy jelen esetben 7 nappal később a korábbi csökkenés kisebb-nagyobb mértékben korrigálódott.

Az időszak második felében a kamatdöntéseket követően jellemzően emelkedtek a hozamok. Ráadásul az iránymutatást követően az átlagosnál valamivel nagyobb mértékű emelkedés figyelhető meg bizonyos ülések után. Ebben minden bizonnyal komoly szerepet játszik az eszközvásárlási programok kivezetésének megkezdésére vonatkozó bejelentés 2013 decemberében. A program lassítása a kereslet dinamikájának fékezése révén önmagában is hozamemelő hatású (ez a 2013 decemberi spot hozamok alakulásán is látszik). Ugyanezen az ülésen került sor annak kinyilvánítására, hogy „a kamat emelése csak jóval a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alá csökkenése után kezdődhet meg”. A jelentős hozamemelkedésre ez esetben számos magyarázat adható. Egyfelől a piaci szereplők vélhetően nagyobb figyelmet fordítottak az eszközvásárlási program kivezetésére, mint a kamattal kapcsolatos iránymutatásra, másfelől az eszközvásárlási program által biztosított elköteleződés megszűnt az alacsony kamatok irányába. A különböző futamidőkön jelentkező, eltérő mértékű hozamemelkedés arra is utalhat, hogy a piaci szereplők átértékelték korábbi vélekedésüket a jegybank kamatpályájával kapcsolatban.

3. táblázat Az egy év múlva induló swapügyletek hozamának elmozdulása a bejelentést követő és megelőző nap között

	3 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	-22	-22	-28	-26	-31	-32
2009. 03. 18.	-23	-23	-29	-26	-33	-32
2011. 08. 09.	-12	-20	-30	-27	-29	-24
2012. 01. 25.	-5	-7	-23	-17	-19	-14
2012. 09. 13.	-1	-1	2	1	0	7
2012. 12. 12.	1	2	9	6	8	8
2013. 12. 18.	5	6	13	11	11	11
2014. 03. 19.	6	13	24	21	18	11
FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	-15	-18	-28	-24	-28	-26
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	0	1	5	4	3	3
Nem FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	-3	-3	-2	-2	-3	-2
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	2	3	6	5	6	5

4. táblázat A swap hozamok elmozdulása a bejelentést követő hetedik nap illetve a bejelentést megelőző nap között

	3 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	-16	-12	-17	-15	-18	-11
2009. 03. 18.	-20	-19	-24	-22	-24	-21
2011. 08. 09.	-8	-16	-34	-28	-30	-20
2012. 01. 25.	-6	-7	-31	-23	-30	-26
2012. 09. 13.	1	0	-3	-2	-12	-7
2012. 12. 12.	4	6	15	12	15	17
2013. 12. 18.	10	16	32	27	21	16
2014. 03. 19.	5	13	22	19	13	1
FG átlag*: 2008. 12.-2012. 01.	-13	-14	-26	-22	-26	-20
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	2	5	10	8	4	2
Nem FG átlag**: 2008. 12.-2012. 01.	1	1	-1	0	-1	-2
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	3	3	5	5	6	5

A két év múlva induló ügyletek árazása egyfelől jobban megragadja a középtávú várakozásokat, hiszen a jegybanki döntési horizont közelébe esik az ügylet határidős lába, másfelől viszont a hosszabb idő nagyobb bizonytalanságot is jelent. *Horváth* és szerzőtársai [2014] megállapítása szerint, különösen a hosszabb futamidők esetén, nem csak a várt alappályára, hanem a várakozásokkal kapcsolatos bizonytalanságra, így a lejáratí prémiumra is hathat a jegybank.

A hozamcsökkenés 2008 vége és 2012 eleje között még markánsabb mint az egy év múlva induló ügyleteknél, a 2012 és 2014 közötti hozamemelkedés pedig hasonló azokhoz. Az iránymutatást nem tartalmazó ülésekhez képest mutatkozó különbség még az eddigieknél is látványosabb. Összességében a teljes időszakot tekintve hasonló mértékben csökkentek és növekedtek a hozamok mint a korábban vizsgált egy év múlva induló határidős, illetve azonnali állampapír-piaci ügyletek esetében. Ez azt az érvelést támasztja alá, amely szerint nem az alapvető makrofundamentumok által diktált elvárt hozam változása mutatkozik meg, hanem a lejáratí prémium változott: a kezdeti előretekintő üzenetek határozottan csökkentették a bizonytalanságot, míg az eszközvásárlási programok kivezetését követően az alappályá bizonytalansága – az előretekintő üzenetek ellenére – megnőtt.

5. táblázat A két év múlva induló swap ügyletek hozamának elmozdulása a bejelentést követő és megelőző nap között

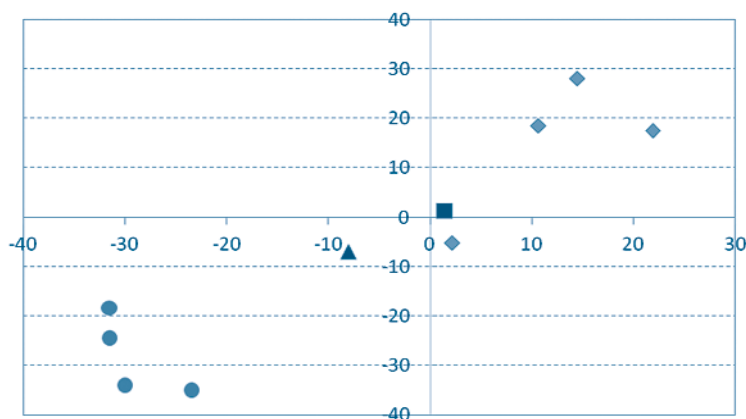
	3 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	-26	-32	-28	-32	-37	-35
2009. 03. 18.	-25	-27	-29	-31	-34	-33
2011. 08. 09.	-31	-32	-30	-30	-31	-27
2012. 01. 25.	-12	-18	-23	-23	-21	-14
2012. 09. 13.	-4	-2	2	2	4	7
2012. 12. 12.	4	6	9	11	10	8
2013. 12. 18.	9	12	13	14	14	11
2014. 03. 19.	24	27	24	22	17	10
FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	-23	-27	-28	-29	-30	-27
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	8	11	12	12	11	9
Nem FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	-3	-3	-2	-3	-3	-2
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	4	5	5	5	5	4

6. táblázat A két év múlva induló swap hozamok elmozdulása a bejelentést követő hetedik nap illetve a bejelentést megelőző nap között

	3 hónap	1 év	2 év	3 év	5 év	10 év
2008. 12. 16.	-14	-21	-17	-18	-20	-11
2009. 03. 18.	-22	-24	-24	-24	-25	-17
2011. 08. 09.	-28	-31	-34	-34	-30	-22
2012. 01. 25.	-15	-21	-31	-35	-35	-27
2012. 09. 13.	-2	-3	-3	-5	-9	-11
2012. 12. 12.	10	13	15	18	18	17
2013. 12. 18.	28	34	32	28	25	16
2014. 03. 19.	23	27	22	17	9	-1
FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	-20	-24	-26	-28	-27	-19
FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	15	18	17	15	11	5
Nem FG átlag: 2008. 12.-2012. 01.	0	-1	-1	-2	-3	-3
Nem FG átlag: 2012. 02.-2014. 12.	3	3	4	4	4	5

3. MENNYIRE VOLT TARTÓS A HOZAMVÁLTOZÁS?

A hozamok már a bejelentést követő percekben reagálnak, így a napi záróértékek vizsgálata is csak korlátozottan lehet pontos. Másfelől minél több idő telik el a bejelentést követően, annál több információt építenek be a várakozásaikba a piaci szereplők, annál több impulzus éri őket. Így dolgozatunkban, kényszerű kompromisszumként, a bejelentést követő napi záróértéket, illetve a bejelentést követő hetedik nap záróértékét hasonlítjuk össze a bejelentést megelőző napi záróértékkel. Bár a közölt táblázatokból kiolvasható a bejelentést követő első és hetedik nap elmozdulásának kapcsolata, egy tetszőlegesen választott futamidő esetén érdemes megnézni, és röviden összefoglalni, hogy milyen elmozdulásokat tapasztaltunk. Választásunk a két év múlva induló három éves futamidejű swap piaci ügyletekre esett. Megjegyezzük, hogy más futamidők esetében hasonló képet kapnánk.



Forrás: saját szerkesztés

2. sz. ábra A t+1 és a t+7 napi hozamváltozások kapcsolata a 2y3y lejárat esetében

Az X tengely a bejelentést követő napi elmozdulást, míg az Y tengely a bejelentést követő hetedik napi elmozdulást mutatja az ülést megelőző naphoz képest. Az időszak első részében tartott iránymutatással záródó ülések adatai a harmadik (bal alsó), míg az időszak második felében tartott ülésekéi a második (jobb felső) síknegyedben találhatóak. Az időszak első részét karika, a második részét rombusz jelöli. Az összehasonlíthatóság kedvéért szerepeltetjük a teljes időszakra vonatkozóan a forward guidance üzenetet megfogalmazó ülések követő elmozdulások átlagát (sötét háromszöggel) és az összes többi ülés utáni változások átlagát (sötét négyzettel). Az ábra alapján, amikor a bejelentés hatására csökkentek a hozamok akkor azok legalább egy hétig alacsonyabbak is maradtak, mint az ülést megelőzően, illetve amikor nőttek akkor egy hét elteltével sem csökkentek vissza. Egyetlen kivétel a 2012. szeptemberi ülés volt, amikor a kamatemelés legkorábbi dátumát 2014 végéről 2015 közepére tolták és megnövelték az eszközvásárlási program volumenét is. Összehasonlítva az iránymutatás megfogalmazása nélkül záródó ülések számtani

átlagával azt látjuk, hogy az elmozdulások a forward guidance üléseket követően balra lefelé, azaz a hozamcsökkenés irányába térnek el. A bejelentést követően kismértékű hozamemelkedés, míg hét nappal később szintén csekély csökkenés ment végbe. Végül érdemes hozzátenni, hogy a pontok nem teljes mértékben illeszkednek a 45 fokos egyenesre, ami arra utal, hogy kisebb-nagyobb korrekció bekövetkezett a hetedik napra, bár az elmozdulás irányát összességében ezek a korrekciók sem változtatták meg.

4. TANULSÁGOK

Az amerikai hozamok jelentősen mérséklődtek a 2008-as válságot követő monetáris lazítás eredményeképpen. Az alapkamat csökkentése csak rövid ideig játszott aktív szerepet ebben a folyamatban, miután a csökkentés lehetőségei az alsó kamatkorlát elérésével, 2008 végére kimerültek. Ezt követően az eszközvásárlási programok, a Fed jövőbeli kamatpolitikájára vonatkozó bejelentések, valamint a makrokörnyezet változásával kapcsolatos – részben az előbbieik hatására formálódó – piaci percepciók befolyásolták a hozamok alakulását. A 2008–2014 közötti időszakban 8 olyan alkalmat azonosítottunk, amelynek során a Fed az alacsonykamatkörnyezet tartós fennmaradására vonatkozó jelzést adott a piac számára. A jelzéseket követő piaci hozamváltozás annak megnyilvánulása, hogy a piaci várakozások eltértek a jegybank által kommunikált kamatszinttől, és a piaci szereplők a jegybank bejelentésének hitelt is adtak. A kamatpolitikával kapcsolatos iránymutatás sikeressége ezért alapvetően a hozamok alakulásán keresztül ítélni lehet.

Az állampapír-piaci és a forward hozamok alakulása alapján két markánsan elkülönülő szakaszt tudunk azonosítani. Azt láttuk, hogy az időszak első felében, 2008 vége és 2012 eleje között a bejelentések hatására jelentős hozamcsökkenés ment végbe mind az állampapír-piaci, mind a pénzpiaci hozamoknál. Az FOMC-üléseket követő hozamcsökkenés több nap elteltével is legfeljebb csak részlegesen korrigálódott. Az azonnali ügyletek esetében a hosszabb futamidőkön tapasztaltunk erőteljesebb hozamcsökkenést. Ennek egyik oka, hogy az egyéves, illetve éven belüli állampapír-piaci hozamok gyorsan lecsökkentek az alapkamat közelébe, így a további csökkenés csak kisebb mértékű lehetett. A határidős ügyleteknél egységesen csökkent a hozamszint a bejelentések hatására.

2012-től viszont a hozamok jellemzően növekedtek az iránymutatást megfogalmazó napokon. Különösen a 2013 végi és 2014 eleji bejelentéseket követően volt tapasztalható jelentősebb hozamemelkedés. Mindez annak ellenére következett be, hogy 2013 végén az *időfüggő* forward guidance-t a nagyobb elkötelezettséget jelentő *állapotfüggő* forward guidance váltotta fel. Az iránymutatás hatástalanná válásában szerepet játszhatott, hogy 2012 elejére a hozamok olyan alacsony szintre estek, hogy további csökkenésre már kevesebb lehetőség maradt. Alacsony nominális kamatok és negatív reálkamatok mellett a sikerességet nem is feltétlenül a további hozamcsökkenés jelenti. Ebben az időszakban ésszerűbb a hozamok stabilitását sikerkritériumnak tekinteni. A forward guidance ellenére azonban a hozamok emelkedtek. Ennek értékelésekor fontos figyelembe venni, hogy a 2013 végi iránymutatással egyidejűleg került bejelentésre a jegybanki eszközvásárlások mértéké-

nek lassítása. Az egyidejűleg ható ellentétes impulzusok a hozamok emelkedéséhez vezettek, ami azt jelzi, hogy a piacok élénkebben reagáltak a mennyiségi lazítás fokozatos kivezetésének hírére, mint a kamatpolitikával kapcsolatos újabb bejelentésre. Az eszközvásárlási programok feltételezik az alacsony kamatok iránti elköteleződést. Így az eszközvásárlási programok mérséklését a befektetők okkal értékelték az elköteleződés csökkenéseként. Ha nincs is mechanikus kapcsolat az eszközvásárlások ütemének lassulása és a kamatemelések megkezdése között, a programok lassítása és ezek mögött a jegybank helyzetértékelésének változása a piaci szereplők szemében közelebb hozhatta a kamatemelés megkezdésének várt időpontját. Az előretékintő iránymutatás új eszköze a monetáris politikának. A kommunikáció nyíltabbá válása már hosszabb ideje tartó folyamat, amely korábban a transzparencia erősítésére irányult. Az előretékintő iránymutatás célzottan a piaci szereplők kamatvárakozásait kívánja befolyásolni. Az új eszköz alkalmazását a 2008 vége és 2012 eleje közötti időszakban egyértelműen sikeresnek tekinthetjük. Ebben a három évben az FOMC-üléseket általában követő hozamváltozást meghaladó mértékben csökkentek a különböző típusú és futamidejű hozamok, és a lecsökkent szinten maradtak legalább egy hétig a bejelentést követően. A 2012 eleje és 2014 közötti időszakban a hozamok emelkedtek, amit elsősorban az iránymutatástól független impulzusok hatásának tulajdonítunk, ezért nem a forward guidance kudarcaként értékelünk. Azt vélelmezzük, hogy forward guidance nélkül még nagyobb mértékű hozamemelkedés történt volna 2012 és 2014 között. A forward guidance ebben az időszakban a túlzott hozamemelkedés megakadályozásában játszott pozitív szerepet. Az elemzett időszak tapasztalataiból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az előretékintő iránymutatás a későbbiekben is hasznos jegybanki eszköz maradhat: segíthet abban, hogy a kamatpályával kapcsolatos piaci várakozások minél közelebb essenek a jegybank által tervezetthez.

IRODALOM

- Ábel István: A monetáris politika globális tendenciái és a stabilitási kockázatok, *Közgazdasági Szemle* 2015 március
- Aglietta, M. [2013]: Politique monétaire: nouveaux territoires, nouveaux horizons. *L'économie mondiale* 2014, La Découverte, p 43–61, septembre 2013
- Bihari Péter [2013]: Nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazása Magyarországon és külföldön – néhány tapasztalat. *Közgazdaság* VIII. évfolyam 3. szám (2013. október)
- Buiter, W. [2013]: Forward guidance: More than Old Wine in New Bottles and Cheap Talk? *Citi Research, Economics, Global Economics View*, 25 September, 2013
- Buiter, W. [2009]: Negative nominal interest rates: three ways to overcome the zero lower bound. *North American Journal of Economics and Finance* 20(3), Dec. 2009, 213–238.
- Campbell, J.–Evans, C. –Fisher, J. –Justiniano, A. [2012]: Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, pp 1–80.

- Csortos Orsolya–Lehmann Kristóf–Szalai Zoltán [2014] : Az előrettekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai. *MNB Szemle* 2014. június
- Demiray, G.– Önder, Y. K.– Ünalmsi. [2014]:Forward guidance or Cacophony. *Working Paper, Central Bank of Turkey*, No14/25, July 2014
- Filardo, A.–Hoffmann, B.[2014]: Forward guidance at the zerolowerbound. *BIS Quaterly Review*, March 2014
- Goodhart, Ch. [2013]: *Debating the Merits of Forward guidance in Forward guidance. Perspectives from central bankers, scholars and market participants.* Szerk.: Wouter den Haan, CEPR Voxeu eBook, 2013, 151–156 pp
- Haan, W. [2013]: *Introduction in Forward guidance. Perspectives from central bankers, scholars and market participants.* Szerk.:Wouter den Haan, CEPR Voxeu eBook, 2013
- Horváth Dániel– Kálmán Péter– Kocsis Zalán– Ligeti Imre [2014]: Milyen tényezők mozgatják a hozamgörbét? *MNB Szemle*, 2014. március, pp. 28–39
- IMF [2013]: Unconventional Monetary Policies – Recent Experiences and Prospects. *IMF Policy Paper*, April 18, 2013
- Kool, C. F.–Thornton, D. [2012]: How Effective is Central Forward guidance? *Federal Reserve Bank of Saint Louis Working Paper Series.*
- Lee, W. [2013]: Some Guidance on Forward guidance. Citi, *Global Perspectives&Solutions*, 2013 september 17
- Swanson,T. [2011]: Let’s twist Again: A High-Frequency Event-study. Analysis of operation twist and Its Implications for QE2. *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, the Brookings Institution, vol. 42 (1), pp. 151–207.
- Woodford, M. [2012]: *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound.* Előadásanyag, Jackson Hole Symposium, 2012 szeptember

FÜGGELÉK

A FOMC-ülések jegyzőkönyveinek forward guidance-re vonatkozó részletei

Ülés dátuma	Kamatpályára vonatkozó üzenet
2008. 12. 16.	„A Tanács megítélése szerint a gyenge gazdasági környezet különösen alacsony alapkamatot tesz szükségessé <i>egy ideig</i> .” (for some time)
2009. 03. 18.	„A Tanács megítélése szerint a nyomott közép távú inflációs kilátások <i>hosszabb ideig</i> (for an extended period) különösen alacsony alapkamatot indokolnak”
2011. 08. 09.	„A Tanács megítélése szerint a gazdasági feltételek, ide értve a kapacitáskihasználtság alacsony fokát és a nyomott közép távú inflációs kilátásokat különösen alacsony alapkamatot inokolnak <i>legalább 2013 közepéig</i> ”
2012. 01. 25.	„A Tanács megítélése szerint a gazdasági feltételek, ide értve a kapacitáskihasználtság alacsony fokát és a nyomott közép távú inflációs kilátásokat különösen alacsony alapkamatot indokolnak <i>legalább 2014 végéig</i> ”
2012. 09. 13.	„A Tanács megítélése szerint a különösen alacsony alapkamat indokolt (...) <i>legalább 2015 közepéig</i> ”
2012. 12. 12.	„A Tanács megítélése szerint a különösen alacsony alapkamat indokolt <i>legalább amíg a munkanélküliség ráta 6,5 százalék felett marad</i> ”
2013. 12. 18.	„A Tanács szerint a jelenlegi kamatszint fenntartása indokolt jóval azt követően is, hogy <i>a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alá csökken</i> , különösen akkor, ha az inflációs kilátások továbbra is a Tanács hosszú távú céljai alatt maradnak.”
2014. 03. 19.	„A Tanács szerint az eszközvásárlási program befejezését követően még <i>jelentősebb ideig</i> (for a considerable time) indokolt a jelenlegi kamatszint fenntartása, különösen akkor, ha az inflációs kilátások a Tanács 2 százalékos hosszú távú célja alatt maradnak és a hosszú távú inflációs vártakozások is horgonyzottak maradnak.”

Forrás: Fed, a szerzők fordítása.

Dólt betűs kiemelés tőlünk (B.P.-Sz.G.)

A LEGTÖBBET IDÉZETT 2010–2014-ES PUBLIKÁCIÓK
Gazdálkodástudományi Kar

1. Maria Csutora
 One More Awareness Gap? The Behaviour-Impact Gap Problem
 JOURNAL OF CONSUMER POLICY 35:(1) pp. 145–163. (2012)
 Link(ek): DOI, CorvinusKutatasok, Scopus
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Független idéző: 82 Független idéző: 3 Összesen: **85**

2. Didac Ferrer-Balas, Rodrigo Lozano, Donald Huisingh, Heloise Buckland, Pere Ysern, Gyula Zilahy
 Going beyond the rhetoric: system-wide changes in universities for sustainable societies
 JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION 18:(7) pp. 607–610. (2010)
 IF: 2.425
 Link(ek): CorvinusKutatasok, DOI, WoS
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Független idéző: 49 Független idéző: 5 Összesen: **54**

3. Krisztina Demeter, Zsolt Matyusz
 The impact of lean practices on inventory turnover
 INTERNATIONAL JOURNAL OF PRODUCTION ECONOMICS 133:(1) pp. 154–163. (2011)
 IF: 1.760
 Link(ek): DOI, WoS
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Special Issue: Leading Edge of Inventory Research (15th International Symposium on Inventories, Budapest, HUNGARY, AUG, 2008). Edited by Attila Chikán
 Független idéző: 45 Összesen: **45**

4. Stefan Schaltegger, Maria Csutora
 Carbon accounting for sustainability and Management. Status quo and challenges
 JOURNAL OF CLEANER PRODUCTION 36:(November 2012) pp. 1–16. (2012)
 IF: 3.398
 Link(ek): DOI, WoS, Scopus
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Független idéző: 45 Összesen: **45**

5. Haslett JR, Berry PM, Bela G, Jongman RHG, Pataki G, Samways MJ, Zobel M
 Changing conservation strategies in Europe: a framework integrating ecosystem services and dynamics
 BIODIVERSITY AND CONSERVATION 19:(10) pp. 2963–2977. (2010)
 IF: 2.146
 Link(ek): DOI, WoS
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Független idéző: 36 Független idéző: 6 Összesen: **42**

6. Anton C, Young J, Harrison PA, Musche M, Bela G, Feld CK, Harrington R, Haslett JR, Pataki G, Rounsevell MDA, Skourtos M, Sousa JP, Sykes MT, Tinch R, Vandewalle M, Watt A, Settele J
 Research needs for incorporating the ecosystem service approach into EU biodiversity conservation policy
 BIODIVERSITY AND CONSERVATION 19:(10) pp. 2979–2994. (2010)
 IF: 2.146
 Link(ek): DOI, Scopus
 Folyóiratcikk /Szakcikk /Tudományos
 Független idéző: 37 Független idéző: 2 Összesen: **39**

A hivatkozások a Magyar Tudományos Művek Tára nyilvántartásából származnak. A listákat az Egyetem Központi Könyvtárának munkatársai állították össze.