

PÁL TAMÁS¹

AZ EURÓPAI MENNYISÉGI LAZÍTÁS JELLEMZŐI ÉS PERSPEKTÍVÁI

CHARACTERISTICS AND PERSPECTIVES OF THE EUROPEAN QUANTITATIVE EASING

Az Európai Központi Bank kiterjesztett eszközvásárlási programjára évekkel később, más körülmények között került sor, mint a többi vezető jegybank hasonló programjaira a 2008-as pénzügyi válságot követően. A tanulmány feltárja ennek a fáziskésésnek az okait és a késedelem következményeit. Az elméletileg várt hatások, az elmúlt évek tapasztalatai és az euróövezeti sajátosságok fényében elemzi az európai mennyiségi lazítás sikerességét befolyásoló tényezőket. Sorra veszi a jegybanki lépések nem kívánt mellékhatásait, értékeli a programmal szemben ez alapján megfogalmazható kritikákat. A cikk következtetése szerint a késlekedés miatt több olyan tényezővel számolni kell, amely az eredményességre negatívan hat. Ezek miatt is kellett a jegybanki lépéseket úgy méretre szabni, hogy azok kellően hatásosak legyenek. Ez azonban egyúttal a kockázatokat is növeli és vannak hosszabb távon érvényesülő negatív hatásai.

The European Central Bank's extended asset purchase program was conducted several years later than and under circumstances different from those of similar programs launched by other leading central banks after the 2008 financial crisis. The paper explores the causes and the consequences of this delay. It analyzes the factors influencing the outcome of the European quantitative easing in light of the theoretically expected impacts, the experience gained in recent years, and the special aspects of the euro area. It takes into account the unwanted side effects of central bank measures, and evaluates the criticisms mounted in consequence against the program. Its conclusion is that, due to the delay there were several factors that had an adverse impact on the effectiveness of the program. Therefore, the central bank had to select and calibrate the measures applied so that they be sufficiently effective. In turn, however this increased the risks and had negative consequences over long term, too.

1. BEVEZETÉS

Több mint hat évvel a mennyiségi lazítás (QE) amerikai kezdetét követően, 2015. január 22-én jelentette be az Európai Központi Bank (ECB) az európai mennyiségi lazítás márciusi megkezdését. A késlekedés jelentős volt a többi vezető jegybankhoz képest is. Míg a QE alkalmazásának indokai és céljai részben hasonlóak voltak, a jelentős európai lemaradás és főleg ebből adódóan az indulóhelyzet

¹ egyetemi adjunktus, ELTE Gazdálkodástudományi Intézet; tanszékvezető, Neumann János Egyetem, Közgazdaságtan és Üzleti Jog Tanszék

körülményei miatt a jegybanki lépés perspektívája a korábban tapasztaltakhoz képest már eltérő volt. A Fed 2014 októberében zárta a saját programját, és míg 2016 végén az ECB az eszközvásárlási programjának 2017-ben való folytatásáról döntött, addig 2016 végén és 2017-ben a Fed többször is kamatot emelt. Bár 2016-ban az angol jegybank újrakezdte, illetve még jelenleg is tart a japán QE program, ugyanakkor a válság utáni lépéseket tekintve, velük összevetve is egyértelmű az eurózóna monetáris fázisának eltérő alakulása. A cikk ennek a különbségnek az okait és következményeit tárja fel.

Felépítését tekintve két részből áll a tanulmány. Az első rész általánosságban a QE mint eszköz jegybanki alkalmazásának kérdésével foglalkozik. A vonatkozó elméleti háttér összefoglalásával az eszköz használatának indokát, módját és a várt hatásmechanizmust mutatja be, valamint a válság utáni empirikus kutatásokból a tényleges eredményességre adódó következtetéseket. A második rész az ECB válságkezelésével foglalkozik, magyarázatot keres az említett fáziskésés okaira, az európai jegybank előtt álló feladatok és a nemkonvencionális eszközök bevetését hátráltató tényezők feltárásával. A tanulmány számba veszi az ECB QE programjának sikerességét befolyásoló tényezőket, a kockázatokat és kritikákat. A már több mint két éve működő program tapasztalatait elemezve górcső alá kerül a QE-t erősítő egyéb nemkonvencionális eszközök alkalmazása is. Az ECB mennyiségi lazításával szemben megfogalmazott kritikákat elemezve, a kockázatok és ellenérvek megalapozottságáról való vélemény kifejtése itt kap helyet. Végző soron az európai QE perspektívájáról vonható le konklúzió.

2. A MENNYISÉGI LAZÍTÁS

A hagyományos jegybanki politika a pénzpiac egészen rövid lejáratú kamatainak a befolyásolásán alapul. A jegybank mint a banki likviditás végső alapját adó jegybankpénz állomány monopol szolgáltatója, annak árazását közvetlenül meghatározza, ezzel kézben tartja a pénzpiac rövid szegmensén kialakuló hozamokat. A jegybank szándéka szerint alakuló rövid hozamok a hozamgörbe teljes vertikumára hatnak, egyrészt a jegybanki kamatdöntésnek megfelelően közvetlenül, másrészt a jegybanki kamatpályára vonatkozó várakozások módosulása révén. Amennyiben a jegybank kellően hiteles a piaci szereplők számára, úgy az inflációs várakozások horgonyoztak (amennyiben van explicit cél, annak közelében), így a jegybanki kamatdöntés hatására változnak az előretékinthető hosszú távú reálkamatlábak is, végső soron a monetáris transzmisszió keresztül hatva a gazdaságra.

A hagyományos jegybanki eszköz, a kamatváltoztatás azonban a jegybanki kamat zéró értékénél határba ütközik.² Mivel a pénzügyi válság következményeinek kezeléséhez további monetáris lazításra volt szükség, ezért elérve ezt az értéket, a jegybankoknak más eszközt kellett keresniük. Bernanke és Reinhart [2004] a zéró kamathatárba ütközés esetén a várakozások befolyásolását célzó kommunikációs lehetőségeket, valamint a jegybanki mérleg változtatását jelölték meg a monetáris politika alternatív, nemkonvencionális eszközeként, amellyel további monetáris stimulust lehet kiváltani akkor, amikor arra hagyományos eszközzel már nincs lehetőség. Utóbbinak két módját különböztették meg: a jegybanki mérleg növelését, illetve a jegybanki mérleg összetételének változtatását. A jegybanki mérleg növelése során a jegybank a forrásoldal mennyiségi növelésére helyezi a hangsúlyt, amely a bankrendszer szabad tartalékainak jelentős

² A negatív kamatok mint nemkonvencionális eszközök kérdését a harmadik fejezetben tárgyalja a cikk.

bővülésével jár, miközben az eszközoldal összetétele nem változik (a „több ugyanabból, mint korábban” elvnek megfelelően). Ezt nevezhetjük klasszikus vagy tiszta mennyiségi lazításnak. A másik említett mód, a jegybanki mérleg összetételének változtatása nem felétlenül jelenti a mérleg bővülését, itt a hangsúly az eszközoldal változtatásán van, például hosszabb lejáratú állampapírok vásárlásával. Amennyiben az eszközoldalon a változás nem pusztán ebben merül ki, hanem más értékpapírok (például jelzálogkötvények) vásárlására is sor kerül, akkor ez már átvezet a hitelpiaci beavatkozás, a hitellazítás területére, mint annak egyik lehetséges módjára. Krekó et al. [2012] a nemkonvencionális eszközök besorolásában két alaptípust is különböztet meg annak mentén, hogy az eszköz célja általánosan a hozamgörbe lejáratú laposítása vagy egy kiválasztott piaci szegmens kockázati felárának csökkentése.

Az elmúlt években a vezető jegybankok mindegyike élt a jegybanki mérleg változtatásának eszközeivel, amelynek során nemcsak jelentősen bővült a mérlegük, de az értékpapír vásárlások a mérleg eszközoldalát is lényegesen átalakították. Ezeknek a programoknak a megnevezése széles körben mennyiségi lazításként terjedt el az üzleti és az akadémiai szóhasználatban egyaránt, ezért ez a cikk is ezt veszi át. Az amerikai jegybank elnöke, Ben Bernanke ugyanakkor többször megjegyezte [Bernanke, 2012] hogy a történetekre a mennyiségi lazításnál jóval megfelelőbb a nagy léptékű eszközvásárlási program³ kifejezés használata, mivel valójában a mérlegbővítés mellett az eszközösszetétel is változott. Sőt, mivel nem csak állampapír vásárlásra került sor, így ún. hitellazítási⁴ elemeket is tartalmaztak a jegybanki QE programok. A BoJ által használt kifejezést tarthatjuk a legpontosabbnak, amely a programját mennyiségi és minőségi monetáris lazításként⁵ nevezi.

A továbbiakban mindenesetre ezeket az összetett programokat QE néven használja a cikk, amelyek során a jegybankok mérlege bővül és egyúttal annak összetétele is változik. Ezek a programok a jegybanki várakozások szerint számos csatornán keresztül hatnak a gazdaságra. Ezek esetében is igaz, hogy a transzmissziós mechanizmus végső soron a konvencionális kamateszközökhöz hasonlóan megy végbe. A QE célja, hogy a hosszú lejáratú kamatokot csökkentse a jegybank, aminek hatására a transzmisszió az eszközárakon, valuta árfolyamokon és hitel csatornákon keresztül történik.

A tényleges hatásmechanizmus teoretikus indoklása ugyanakkor a QE esetében bizonytalanabb, mint a hagyományos kamateszköz esetében. Bernanke et al. [2004] három alapvető, a portfólió-átrendezési, a fiskális és a várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül feltételezi a QE működését:

– Portfólió-átrendezési hatáson keresztül: Ennek alapja az, hogy a pénzügyi eszközök (beleértve magát a pénzt is) nem tökéletes helyettesítői egymásnak, így első körben a jegybanki vásárlásokkal érintett eszközök kínálata fogyatkozik, ára emelkedik, azaz hozamuk csökken. Az ezeken a piacokon bekövetkező árváltozás várhatóan további piacokra is átgűrűzik, mivel jegybanki vásárlások hatására megnövekedett pénzkészleteiket, legalábbis annak egy részét, más pénzügyi eszközökbe csoportosítják át a szereplők. Ennek hatására növekszik azok ára is és csök-

³ Large Scale Asset Purchase Program

⁴ Credit easing

⁵ Quantitative and Qualitative Monetary Easing

ken a hozamuk.⁶ Az általános kamatcsökkenés következtében pedig a már említett hagyományos csatornákon keresztül várható pozitív hatás a gazdaságra.

– Fiskális hatáson keresztül: A csökkenő hozamok a kormányzati költsékezés előtt teret nyitnak, mivel olcsóbbá teszik a finanszírozást. Változatlan adósságállomány-pálya mellett ez lehetőséget ad az adósságszolgáltatón kívüli kiadások növelésére, vagy az adóterhelés tartósabb csökkentésére, amik a gazdaság számára ösztönzők.

– Várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül: Zéró kamatok esetén a likviditási csapda a szereplőket visszatartja a pénzügyi eszközök vásárlásától, illetve a hitelezéstől. Amennyiben a jegybank a saját mérlegében az eszközoldalon jelentős kitettséget vállal mint hitelező, akkor ez a piaci szereplők számára azt a jelzést közvetíti, hogy a jegybank a laza monetáris politika tartós fenntartásában elkötelezett. A kamatok gyors emelése az eszközoldalon felhalmozott értékpapírok árcsökkenése (és/vagy a forrásoldalon fizetendő kamatok növekedése) miatt jelentős veszteségeket okozna a jegybanknak. A szereplők – többek között – emiatt gondolhatják azt, hogy ez a körülmény megfontolásra készítheti a jegybankot, illetve ártértékelhetik azt, hogy a jegybank milyen hosszú ideig tartja fent majd a laza kondíciókat. A várakozásokat ily módon befolyásolva pedig a monetáris politika oldhatja a likviditási csapdahelyzetet.

Ezek a hatások annál erősebbek, biztosabbak lehetnek, minél nagyobb a QE mérete, illetve minél hosszabb lejáratú spektrumig, minél szélesebb körben vásárol eszközöket a jegybank. A QE fentiekben részletezett hatása ugyanakkor elméletileg ellentmondásos, alapvetően piaci tökéletlenségen alapul. Bernanke egy konferencián, egy erre irányuló kérdésre válaszolva, elhíresült kijelentésében így fogalmaz: „Az a probléma a QE-vel, hogy a gyakorlatban működik az, ami az elmélet szerint nem lehet” [Bernanke, 2014: 14].⁷ Részletesen tárgyalja a hatásosság elméleti alapját [Woodford, 2012] és a német jegybank QE tanulmánya [Deutsche Bundesbank, 2016].

⁶ Bár azt legtöbbször legalábbis erősen korlátozottan gondolják, de pusztán a jegybanki mérleg növelésének (ami az eszközoldal összetételét nem érinti) is lehet ilyen hatása. Ugyanis csak a bankok számára elérhető lehetőség az, hogy a jegybanknál szabad tartalékot halmozzanak fel, amely a rövid lejáratú kockázatmentes eszközökkel gyakorlatilag azonos megítélésű, helyettesítő eszköznek tekinthető. Mások számára ez nem elérhető alternatíva. Ezért amennyiben a pénz (beleértve a rövid bankbetétet) nem tökéletes helyettesítője a piacon a jegybanki vásárlások miatt szűkössé váló, rövid lejáratú állampapíroknak, akkor a nem banki szereplők részben átrendezik a portfóliójukat. Ha a jegybanki mérleg eszközoldala is változik a mennyiségi bővülés során, azaz hosszú lejáratú államkötvényeket vásárol a jegybank, akkor közvetlenül csökkentheti ezen a szegmensen a lejáratú prémiumot, más adósságpapírok vételével (például jelzálogkötvények) közvetlenül is hathat az adott eszközök kockázati prémiumára. Ezek pedig nagyobb valószínűséggel vezetnek portfólió-átrendezéshez a piacon.

⁷ Szó szerint: „The problem with QE is that it works in practice, but it doesn't work in theory.” Bernanke ezt 2014. január 16-án, egy konferencián, kérdésre válaszolva mondta, visszautalva Williams-nek az ott bemutatott tanulmányára, amelynek bevezetése az volt, hogy „a közgazdász az az ember, aki ha azt látja, hogy a gyakorlatban valami működik, akkor kíváncsi arra, hogy az vajon az elméletben is fog-e?”. [Williams, 2014: 1]

Ezek alapján az alábbiakban foglalhatók össze azok az elméleti kritériumok, amelyek feltételezése esetén a QE hatástalan:

- amennyiben a pénzügyi eszközöket a szereplők kizárólag pénzügyi hozamuk és kockázatauk alapján értékelik, minden egyéb, az adott eszköz tartásához köthető hasznosságot figyelmen kívül hagynak;
- a pénzügyi piacok nem szegmentáltak, nincsenek súrlódások és korlátok (leszámítva a szereplők költségvetési korlátját);
- a pénzügyi eszközök minden befektető számára a kívánt mennyiségben, az adott áron megvásárolhatók, anélkül hogy az más szereplők vásárlási lehetőségére befolyással lenne;
- továbbá a jegybank esetleges QE-ből származó veszteségeit jövőbeli adók fedezik, azaz a magánszektor jövedelmi pozíciója változatlan marad.

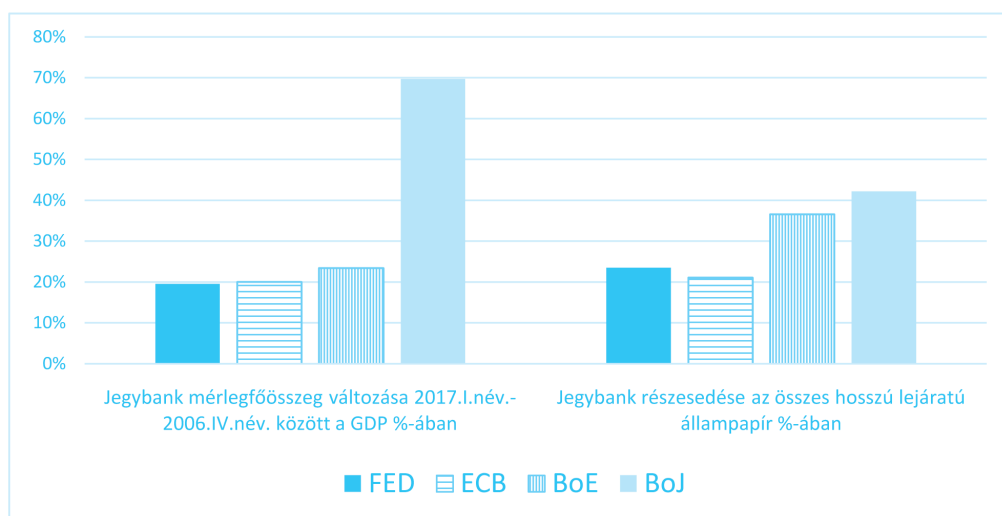
Fenti feltételek esetén a jegybanki mérleg mennyiségének növelése, annak összetételének változása esetén sem gyakorol hatást a piaci eszközök árára, a jegybanki vásárlás nem fogja a piaci szereplőket portfólió-átrendezésre ösztönözni, továbbá nem változtat a szereplők hosszú távú jövedelmén, így nem fogja a gazdaságot élénkíteni. Legtöbben egyetértenek persze abban, hogy bár ezek a szigorú feltételek a valóságban nem teljesülnek, mindenesre az említett csatornák – különösen a portfólió-átrendezés – hatásossága a különböző piaci tökéletlenségek jelenlététől és mértékétől függ. Woodford [2012] ezért konklúzióként olyan monetáris politikai kombinációt tart jónak, amelyben a várakozások formálása érdekében a jegybank elkötelezi magát, hogy a kamatpolitikáját egy világos, jövőbeli cél eléréséig fenntartja, és emellett egy olyan QE-t valósít meg, amelynek nagy valószínűséggel azonnali és minél közvetlenebb stimulusa van a gazdaságra.⁸ Haldane et al. [2016] arra hívja fel a figyelmet, hogy a nemkonvencionális monetáris politika sikerességét befolyásoló súrlódások és korlátok a pénzügyi piacokon gyorsan változhatnak, így az eszközök várt hatásossága is változékony lesz. Christensen és Krogstrup [2016] azt mutatják be, hogy a portfólió-átrendezési hatás erőssége függ attól, hogy a jegybanki vásárlásokra mennyiben kerül sor banki, illetve nem banki szereplőktől. Szemben a bankoktól történő jegybanki vásárlással, a nem banki szereplőktől való értékpapír vételek révén ugyanis nő a bankszektor mérlegfőösszege, ami miatt a bankok készítése is erősebb arra, hogy értékpapír vásárlással ők is változtassanak az eszközoldalukon. A dolog jelentőségét az adja, hogy zero kamat környezetben a bankok számára a megnövekedett tartalékok használdozat költsége elhanyagolható az alternatív, rövid lejáratú, kockázatmentes állampapírokhoz képest, ezért a szabad tartalékoknak a saját likviditási igényükön felüli növekedése számukra indifferens lesz, nem ösztönzi őket a hitelezés bővítésére. Christensenék megállapítását ezért ki lehet egészíteni azzal, hogy minél inkább bankorientált egy országban a pénzügyi közvetítés, illetve minél nagyobb arányban kerülnek a jegybanki eszközvásárlások hatására megnövekedett pénzkészletek rövid lejáratú banki betétbe, annál kevésbé lesz hatásos a QE.⁹ A hatásosság szempontjából továbbá azt is számításba kell venni, hogy több szereplő – elsősorban a kisvállalkozások és a lakosság – számára a QE ellenére továbbra is a bankhitel az elérhető külső finanszírozási forma.

⁸ Konkrét példaként említi azt, amikor a nominális GDP cél eléréséhez kötött kamatpolitikát jelzálogkötvény vásárlással vagy hitelezést célzó refinanszírozással ösztönző eszközzel (funding for lending) kombinálva érik el.

⁹ Utóbbi magyarázatát az adja, hogy pusztán a rövid lejáratú betétek, folyószámla egyenlegek növekedése a forrásoldalon zero kamatok esetén költségoldalról nem kényszeríti a bankokat a hitelezés bővítésére.

A válságot követő években a vezető jegybankok mindegyike összetett QE programot hajtott végre, ahol a jelentős mérlegbővítés mellett a mérleg eszközoldalának átalakítása és a hitellazító lépések egyaránt hangsúlyosak voltak. A végrehajtás különbségei mellett a programok végső céljai azonosak voltak: a lejáratú és célzott kockázati prémiumok csökkentésével a hitelezés fellendítése, a kereslet ösztönzése, defláció elkerülése. A programok nagyságrendje kiemelkedő volt: jelentősen, a korábbi többszörösére bővítették a jegybankok mérlegfőösszegét, számottevő méretet tettek ki a GDP, illetve az érintett értékpapírok piaci állományához képest, a jegybankok a vásárlásaikkal meghatározó erőt képviseltek a piacokon (lásd 1. ábra).

1. ábra: A vezető jegybankok QE programjainak mérete a jegybanki mérlegfőösszeg változásának a GDP-hez, illetve a hosszú lejáratú állampapír vásárlásnak a piachoz viszonyított súlya szerint¹⁰



Forrás: ECB, Fed, BoE, BoJ, UK Government Debt Management Office, US Treasury

A jegybankok hosszú lejáratú eszközöket, széles lejáratú spektrumban vásároltak. A vásárlásokon belül domináltak (ECB, BoE és BoJ) vagy legalábbis többségben voltak (Fed) a hosszú lejáratú állampapírok. A programok hatásosságát mindenhol előretékintő iránymutatás¹¹ erősítette.

¹⁰ A mérlegfőösszeg 2017. I. negyedévi végi és 2006. évi végi adataiból vett változás a 2015. évi GDP adatokra vetítve került bemutatásra. Az állampapír hányad a 2017. március végi jegybanki portfólió állományt és a teljes (piaci + jegybank) kinnlevő állományt veti össze, utóbbi vonatkozásában, a FED esetében – a helyes összevethetőség érdekében – a 2014. októberi (a FED QE3 lezárásának időpontja) kinnlevő állampapír állománnyal készült a számítás. Az ECB által tartott portfólió a szupranacionális intézmények kötvényei nélküli adatokkal került figyelembe vételre.

¹¹ forward guidance

Az amerikai jelzálogkötvény-piac döntő részét adó, ún. kormányzat közeli pénzügyi intézmények (Government-sponsored enterprises, GSE), köztük nevéükön Fannie Mae, Freddie Mac és Ginnie Mae által kibocsátott kötvények és jelzáloghitellel fedezett értékpapírok.

A programok közötti eltérések részben a pénzügyi közvetítő rendszerek különbségeiből, részben az eltérő kihívásokból adódtak. A Fed esetében a nagy jelzálog finanszírozók kötvényei az állampapírokkal közel azonos súlyt kaptak a jegybank értékpapír vásárlásaiban. Ennek oka az adott szegmens méretében és jelentőségében keresendő.¹² Méretüket tekintve máshol a magán kibocsátású értékpapírok jegybanki vásárlásainak az állampapírokhöz mért relatív mértéke nem érte el az amerikai, de az adott piac méretéhez képest számottevő volt. Az ECB, BoE és BoJ részéről sor került vállalati kötvényvásárlásokra, valamint az ECB részéről eszközfedeztető, továbbá regionális kormányzatok, szupranacionális intézmények kötvényére, a BoJ esetében részvény ETF és ingatlan befektetési jegyekre is kiterjedt a QE program. Szemben az USA-val, más országokban a bankrendszer a pénzügyi közvetítésben nagyobb szerepet töltött be. A BoE, a BoJ és az ECB ezért olyan hitelösztönző programokat is indított, amelyek olcsó és tartós refinanszírozást biztosítottak a kereskedelmi bankoknak a vállalati hitelezés szinten tartása / növelése érdekében.¹³

A QE gyakorlatban megvalósult hatására vonatkozóan túlnyomó többségben vannak azok, akik szerint a jegybankok eredményesen tudtak a monetáris kondíciókon lazítani. A témában a válságot követően született empirikus tanulmányokat összegző több írás¹⁴ is erre a megállapításra jutott. Általánosan levonható ezekből az a következtetés, hogy a QE csökkentette a kötvényhozamokat, hatott az eszközárakra és ezeken keresztül támogatta a gazdasági fellendülést. Gagnon [2016] kiemeli, hogy a piaci pánik lecsillapítása révén a QE különösen erőteljes hatású válságos időben, de normál időszakokban – elsősorban a portfólió-átrendezési csatornán keresztül – is szignifikáns marad a hatása. Az általa összegyűjtött tanulmányok alapján azok a következtetések vonhatók le, hogy a különböző régiókban a QE hatására a kötvényhozamokban bekövetkező csökkenés nagyjából hasonló mértéket mutatott, és az állampapír hozamok csökkenése további piacokra is átgyűrűzött. Ball et al. [2016] emellett azt emeli ki, hogy a legtöbb tanulmány a kötvényhozamok csökkenését tartósnak találta, illetve azt, hogy nem találtak olyan tanulmányt, amely szerint a QE programok nem hatottak ezekre. Reza et al. [2015] arra hívja fel a figyelmet, hogy a QE programok hatásossága csökkenő, az amerikai és az angol tapasztalatok szerint a kezdeti eszközvásárlások hatása erőteljesebb volt, mint a későbbieké. Az egyik lehetséges magyarázat erre az, hogy a későbbi QE programok jóval a piaci pánik időszakán kívül születtek meg, ezért ekkor piacnyugtató hatásuk már nem volt, illetve a későbbi QE programok nem vagy csak kisebb hatással voltak a várakozásokra,¹⁵ mivel a tartósan alacsonyabb jegybanki kamatok már korábban beépültek azokba. Borio és Zabai [2016] ugyanakkor azt emelik ki az általuk vizsgált tanulmányok alapján, hogy utólag a hatás szétválasztása a portfólió-átrendezés és a várakozási csatorna között nehézkes, inkább az vonható le következtetésként, hogy

¹² A három nagy jelzálog finanszírozó által kibocsátott jelzálogpapírok állománya a válság kitörésekor csaknem elérte az állampapír állomány nagyságát, míg a teljes jelzálogpapír állomány a piaci állampapír állománynak közel kétszerese volt (adatok forrása: SIFMA). A GSE intézmények által kibocsátott értékpapírok pedig a pénzpiacon az állampapírokkal közel azonos formában használt fedezeti eszközöknek számítottak. A válság során e leginkább érintett szegmens helyzetének javítása a pánik elülte után is a FED célja volt, mivel ennek a piacnak a helyzete, árázása közvetlenül befolyásolta a teljes lakáshitelezés alakulását.

¹³ ECB: Targeted Long Term Refinancing Operation; BoE: Funding for Lending Scheme; BoJ: Loan Support Program.

¹⁴ Gagnon [2016], Ball et al. [2016], Borio és Zabai [2016], Haldane et al. [2016] és Reza et al. [2015]

¹⁵ Az ún. signalling hatások kisebb volt.

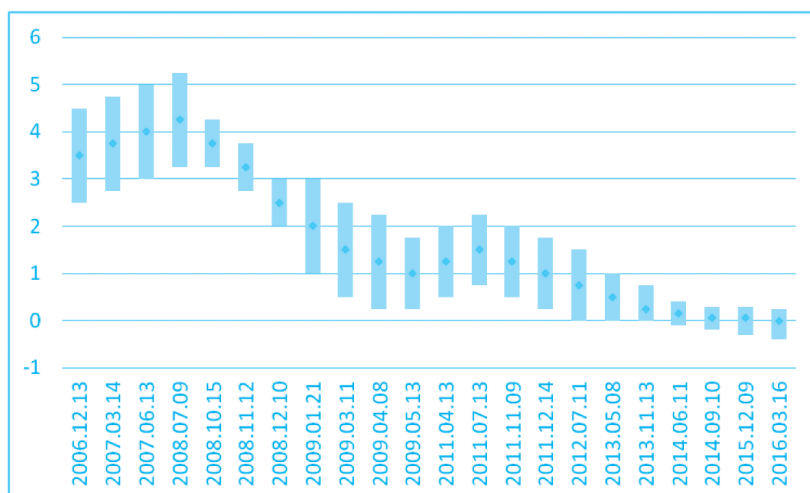
mindkét csatorna működött. Haldane et al. [2016] arra is kitér, hogy országonként és egy adott országon belül időben is változó volt a QE hatásossága, továbbá figyelemre méltónak találta a nemzetközileg tovagyűrűző hatásokat. A feldolgozott empirikus tanulmányok alapján azt a következtetést vonta le, hogy a QE nemzetközi transzmissziója egyrészt pozitív volt, másrészt, a QE nemzetközileg tovagyűrűző hatása erősebbnek látszik a hagyományos monetáris politikáéhoz képest.

Bár a fenti tanulmányok áttekintéseiből megállapítható az is, hogy az empirikus eredmények egybehangzón a QE reálgazdasági hatásosságát is kimutatják, de – szemben a piaci hozamokra, eszközárakra gyakorolt hatással – a gazdasági hatásra vonatkozó becsléseket legtöbbször bizonytalanabbnak tartják, mint a konvencionális politika hatásaira vonatkozóakat, ezért kellő óvatossággal érdemes azokat kezelni.

3. AZ EURÓPAI FÁZISKÉPES OKAI

Elsőként azt kell megemlítenünk az európai késlekedéssel kapcsolatban, hogy az ECB kamatpolitikája más volt; eltérően a többi vezető jegybanktól, nem csökkentette nullára az alapkamatot a válság hatására. Az ECB szemléletét Smaghi [2009] és Trichet [2009] is kifejtette. Ezek alapján a válságkezelés során az ECB a kamatrátát továbbra is az alapvető árstabilitási céljához rendelve, annak biztosításához szükséges, meghatározó eszközként tekintette, a nemkonvencionális eszközöket pedig azt kiegészítőként, a monetáris transzmisszió zavarainak kezelésére használta, vagyis arra, hogy az alapvető eszköz által meghatározott kondícióktól való pénzpiaci eltérést kezelje. A jegybanki kamat a válság során ugyan jelentősen csökkent, 2008 októberé és 2009 májusa között 7 alkalommal, összességében 4,25 százalékról 1 százalékra, de az ECB ekkor nem ütközött zéró kamathatárba. Sőt, 2011-ben két alkalommal még kamatemelésre is sor került, és csupán 2014-re jelenik meg ténylegesen a zéró alsó korlát az eurózónában (lásd 2. ábra).

2. ábra: Az ECB alapkamatának és betéti, illetve hiteloldali rendelkezésre állása kamatainak alakulása (százalék)



Forrás: ECB

A fenti szemlélet megformálását és az ECB válságkezelésének irányát alapvetően határozta meg az eurózóna pénzügyi közvetítésének struktúrája is. Mivel Európában a pénzügyi közvetítésben a banki dominancia jellemző (szemben az amerikaival, ahol a közvetlen, értékpapír-piaci közvetítés dominál), így a gazdasági szereplők forráshoz jutása elsősorban a bankok aktivitásától függ. Ahogy a korábbi fejezetben már áttekintettük, a mennyiségi lazítás hatására a pénzügyi eszközöknél bekövetkező hozamcsökkenés nem tökéletes helyettesítője a kamatvágásnak, áttételesen és bizonytalanabban hat csak a banki hitelkamatokra. A mennyiségi lazításnak a hitelezés fennállítására gyakorolt eredményessége pedig elsősorban ezen a közvetett hatáson múlik Európában. A válságkezelés során és azt követően az ECB lépéseinek logikája az volt, hogy a bankközi piac elégtelen működése a monetáris transzmisszióban zavarokat okoz, mivel ott a jegybank alapvető céljának megfelelő alapkamathoz képest jelentősen magasabb árak alakultak ki. Ez elégtelen likviditáshoz és könnyen hitelösszeomláshoz¹⁶ vezethet. A bankok forrásszerzési nehézségei ugyanis továbbgyűrűznek a magánszektor felé érvényesített hitelkondíciókra is. A hitelezés visszaesése a gazdaságra gyakorolt negatív hatása miatt rontja a hitelportfólió minőségét és a szereplők hitelminősítését. Mindez, spirálisan lefelé irányuló trendként jelentkezve, folyamatosan erodálja a pénzpiacokat és a gazdaságot. Ennek megelőzésére az ECB gyakorlatilag a végső hitelnyújtói szerepét alkalmazva, az alkalmazott eszközökkel átmenetileg a nem kielégítően működő pénzpiacot helyettesítette. A kezdeti likviditásnyújtó lépések ennek megfelelően elsősorban a konvencionális eszköztáron végrehajtott olyan szokatlan módosításokból álltak, amelyeknek célja alapvetően a banki likviditás javítása és a forrásszerzés nehézségeinek enyhítése volt a válság idejére.¹⁷

A válság csillapodását követően, 2009 nyarán tett lépések is a fenti megközelítést tükrözték, annak ellenére, hogy ekkor már eszközvásárlásra is sor került. Az első eszközvásárlási programját (CBPP)¹⁸ 2009 nyarán indította el az ECB, amelynek során névértéken összesen 60 milliárd eurónyi fedezett kötvényt vásárolt 2010 júniusig bezárólag. Az ECB programjának célkeresztjében a bankfinanszírozás szempontjából kulcsfontosságú piacon a likviditás fenntartása, a bankok számára a forrásszerzés megkönnyítése, a hitelezés ösztönzése, valamint a pénzpiaci kamatok további csökkenésének elősegítése álltak.¹⁹ Érdemi mennyiségi lazításnak vagy akár hitellazításnak ez a lépés nem nevezhető, tekintettel arra, hogy sem az eurórendszer akkori mérlegfőösszegéhez,²⁰ sem az adott piac méretéhez és fontosságához²¹ képest nem volt jelentős méretű. Beirne et al

¹⁶ credit crunch

¹⁷ 2008. októberében először a fő refinanszírozási tenderszabályokon változtatott úgy a jegybank, hogy a teljes banki igénynek megfelelő mennyiséget allokálta fix, a jegybanki alapkamaton rögzített áron, majd ezt a hosszabb távú likviditásnyújtó eszközökre is kiterjesztette, egyúttal szélesítve a jegybanki műveletekhez fedezetként elfogadható értékpapírok körét. Az európai bankok dollárlikviditásának biztosítása érdekében kiírt rendszeres dollár tenderekhez rendelkezésre álló forrást megduplázta a Fed-dal kötött swap megállapodással (120 milliárdról 240 milliárd dollárra). 200-ról 100 bázispontra csökkentette továbbá az O/N rendelkezésre állás kamatfolyosóját.

¹⁸ Covered Bond Purchase Programme

¹⁹ Decision of the ECB of 2 July 2009 On the implementation of the covered bond purchase programme (ECB/2009/16)

²⁰ A bejelentés idején ez 1800 milliárd euró körül alakult.

²¹ A fedezett kötvénypiac az euróövezet legjelentősebb magán kibocsátású kötvénypiac, a piacon levő kötvényállomány értéke 2007 év végén meghaladta a 2000 milliárd eurót, a betéteken túl elsődleges szerepet töltött be a banki forrásokban [ECB, 2008].

[2011] elemzése is alátámasztja ezt, amely szerint a CBPP hozzájárult ugyan új fedezett kötvény kibocsátásokhoz, a piaci likviditás növeléséhez és a másodlagos piacon a kereskedési spread csökkenéséhez is, de a banki kötvény piac ténylegesen nem éledt újra, a bankok részben a fedezetlen kötvénykibocsátások helyettesítésére tudták felhasználni a támogatott piacon megszerezhető forrásokat. 2009 júniusában indította el továbbá az ECB az első 1 éves lejáratú finanszírozási eszközt, amit szemben a korábbiakkal, egy tartósabb likviditásnyújtás felé történő lépésnek tekinthetünk.

A kezdeti válságkezelés sikeressége is hozzájárult ahhoz, hogy szemben más vezető jegybankokkal, Európában ekkor nem került sor jelentősebb lépésekre. Az empirikus elemzések [ECB, 2011] azt támasztották alá, hogy az ECB célja, hogy a pénzpiacot visszaterelje a jegybanki alapkat által meghatározott szinthez, ezáltal a monetáris transzmisszió zavarát megszüntesse, sikeres volt. Az ECB lépései hatásosan csökkentették a bankközi piac feszültségeit, az ott bekövetkezett kamatcsökkenés megjelent a banki hitelek kondícióiban is. A bankközi piacon a felárak ugyan nem tértek vissza a válság előtti szintre, de jelentősen mérséklődtek. A hitelezés visszaesése mérsékelt maradt, s ugyan egy rövid időszakban az euróövezetben minimálisan csökkentek az árak, a súlyosabb deflációt végül is elkerülte az unió. Nem kerülhető meg természetesen az sem, hogy az amerikai és angol mennyiségi lazítás tovagyrúzó hatásainak Európa is hasonlóelvezője volt.

2010-ben azonban a pénzügyi krízis Európában új erőre kapott a szuverén adósságproblémák miatt. A válság reálgazdasági következményei, valamint a bankmentések miatt az államadósság az eurózóna valamennyi országában nőtt. A görög adósságfinanszírozás ellehetetlenülése különösen a magas adósságállománnyal, államháztartási hiánnyal, gyenge bankrendszerrel küszködő országokra bizonyult fertőzőnek. A bizalom megrendülése ezért elsősorban a PIGS²² országokat és Írországot érintette. Ezekben az országokban jelentős kamatfelárak alakultak ki az eurózóna többi részéhez képest. Az államkötvény hozamok emelkedése nemcsak a kormányzatok, hanem a bankok finanszírozási költségeit is növelte és a bankok által nyújtott hitelek árait is drágította. Az érintett országok bankrendszerének problémáit súlyosbította, hogy a befektetői félelem miatt jelentős pénzkivonással szembesültek. A pénzáramlás az adott országok értékpapírjainak értékesítéséből és bankjaiból való betétkivonásból származott, és a legjobb minősítéssel rendelkező országok, legnagyobb mértékben Németország bankjaiba és az ottani értékpapírokba irányult.²³ Ez jelentős likviditási és forráshiányt okozott a PIGS csoport és Írország bankjainak, mivel a töredezetté váló eurózónán belüli bankközi piacról nem tudták a kiáramlást pótolni. A szuverén adósság és a banki problémák az euróövezetben így egymást erősítve összekapcsolódtak. Folyamatosan növekedett a feszültség az európai pénzpiacokon, az érintett állampapírpiacokat extrém illikviditás és volatilitás jellemezte. A helyzetet tovább nehezítette az Európai Bankhatóság 2011 év végi döntése, amely értelmében a bankok számára 1 százalékos addicionális tőkekövetelményt írt elő 2012 közepére, ami 114 milliárd pótlólagos tőkebevonási kötelezettséget eredményezett az európai bankoknál.²⁴

A válság intenzitása az ECB-től újabb és nagyhatású intézkedéseket igényelt. Ezúttal már az eurórendszer egységének fennmaradása volt a tét. A perifériális országok euróövezetből való

²² Portugália, Olaszország, Görögország és Spanyolország.

²³ Csak a német bankok PIGS csoport és Írország felé való kitétsége 281 milliárd euróval csökkent 2008 és 2012 között [Cecchetti et al., 2012].

²⁴ EBA Press release: The EBA publishes Recommendation and final results of bank recapitalisation plan as part of co-ordinated measures to restore confidence in the banking sector, 8 December, 2011

esetleges kilépésének félelme a piacokon könnyen önbeteljesítő jóslatként válhat ugyanis valószínűség. 2010 közepétől kezdve az európai jegybank több lépcsőben számos nemkonvencionális eszközt vetett be ennek kezelésére. Ezek iránya alapvetően kettős volt.

Az intézkedések egy része a banki likviditás- és forrásszerzés tartós biztosítására irányult. 2010 májusában a korábban hozott és már részben kivezetett intézkedéseket újíította meg.²⁵ A krízis további súlyosbodása miatt 2011 végén különösen hosszú, 3 éves időszakra hirdetett meg két likviditásnyújtó tendert, amelyekben több mint 1000 milliárd euró értékben nyújtott finanszírozást kereskedelmi bankok széles körének.²⁶ A tendereket kiegészítő lépések is kísérték,²⁷ valamint a jegybank újraindította a fedezett kötvényvásárlási programját is 40 milliárd euró értékben, amelynek célja a korábbiakkal összhangban ezen a kiemelt piacon a likviditás fenntartása, a banki forrásszerzés megkönnyítése, ezáltal a hitelezés ösztönzése volt.

Az ECB intézkedéseinek másik csoportja a szuverén adósságválság piaci hatásainak kezelésére, a monetáris transzmisszióra gyakorolt negatív hatásainak az elhárítására irányult. 2010 májusában új eszközvásárlási programot (SMP)²⁸ indított az európai jegybank, amelynek keretén belül 2012 februárig névértéken 218 milliárdnyi, PIGS országok, illetve Írország által kibocsátott állampapírt vásárolt meg. A program célja a diszfunkcionális állampapírpiacon helyreállítása,²⁹ az ezeken kialakult magas kockázati prémiumok leszorítása, a piacok volatilitásának csökkentése, ezáltal a monetáris transzmisszióknak a jegybanki céloknak megfelelő mederbe való terelése volt. Bár az SMP során már figyelemre méltó mennyiségű állampapír vásárlására került sor az ECB részéről, amit a fedezett kötvények vásárlása is kiegészített, továbbá valóban nagyleptékű és tartós banki refinanszírozás is megvalósult, ezeket továbbra sem lehet a válságot követő más QE programokkal azonos kategóriába sorolni. Először is az ECB betétoldali eszközökkel teljes mértékben sterilizálta az eszközvásárlások által piacra került többletlikviditást, ezáltal azok nem növelték a jegybank mérlegfőösszegét, valójában tehát pusztán a mérleg összetételének változtatására került sor. Másrészt a hosszú távú refinanszírozási eszközzel a bankok részben más jegybanktól származó forrásukat cseréltek le, azaz a nettó likviditásbővítő hatás az eszköz méreténél eleve jóval kevesebb, csak mintegy 520 milliárd euróra volt tehető [Praet, 2012]. Az eurórendszer likviditása 2014 végére fokozatosan vissza is tért a korábbi mértékre, jól mutatva, hogy a bankok a feleslegessé vált jegybanki kölcsönforrásokat folyamatosan le is építették (lásd 3. ábra).

²⁵ A hosszabb távú likviditásnyújtó eszközeinél is újra a teljes banki igényeket elégítette ki fix áron, a jegybanki alapkamat szintjén, ismételten megnyitotta az amerikai jegybankkal az európai bankok dollár likviditásának biztosításához szükséges swap megállapodást. Lásd: ECB Press release: ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets, 10 May 2010.

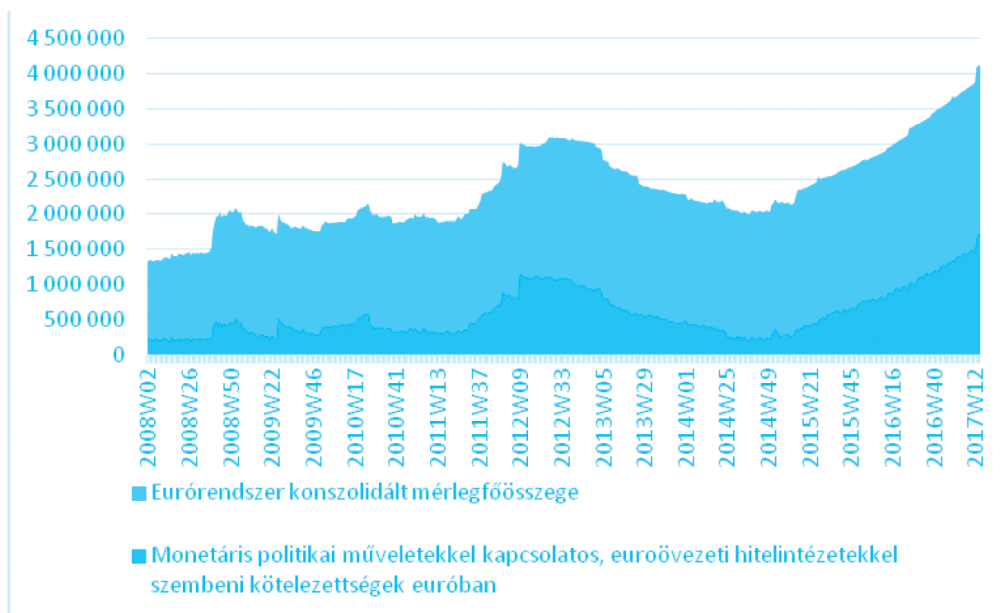
²⁶ Az első tenderen 523 bank jutott hozzá 489 milliárd euró értékben hitelhez, a második tenderen 800 bank 530 milliárd euró értékben. Utóbbiak közül 460 német bank volt. (Adatok forrása: Cour-Thimann – Winkler [2013], ECB.)

²⁷ A tenderek meghirdetésével egyidejűleg a kötelező tartalékrátát 2-ről 1 százalékra csökkentette az ECB, szélesítette a monetáris műveletekhez elfogadható fedezetek körét, továbbá minden tartalékolási időszak utolsó napjára addicionális finomhangoló művelet végzését jelentette be. (ECB Press release: ECB announces measures to support bank lending and money market activity, 8 December 2011)

²⁸ Securities Markets Programme

²⁹ Az SMP keretében elvileg nemcsak állampapírok vásárlására lett volna lehetőség.

3. ábra: Az eurórendszer konszolidált mérlegfőösszegének és az euróövezeti hitelintézetekkel szembeni monetáris politikai műveletekből eredő euró kötelezettségek milliő EUR-ban



Forrás: ECB

Az SMP-t, azonos célokkal, de az európai válságkezelő intézmény³⁰ működésével összehangoltan, 2012 szeptemberében egy másik eszközvásárlási program, az OMT³¹ váltotta, amelynek keretében azonban nem került sor jegybanksi tranzakcióra. Ettől függetlenül a korábbi lépésnél is sikeresebben enyhítette az eurórendszeren belüli, 2012 nyarán csúcson levő feszültségeket: sikeresen csökkentette a tagállamok állampapír hozamai közötti különbségeket (lásd 4. ábra), illetve az euróövezet pénzügyi töredezettségét.³² Az eredményesség leginkább azzal magyarázható, hogy az ECB a piac számára nyilvánvalóvá tette, hogy elkötelezett abban, hogy megállítsa az adósságválság további eróziós hatását a monetáris folyamatokra, rendelkezik ehhez megfelelő eszközzel és kész is alkalmazni azt.³³ Annak ellenére, hogy tényleges jegybanksi vásárlás nem

³⁰ Az Európai Stabilizációs Mechanizmussal (European Stability Mechanism – ESM), illetve az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszközzel (European Financial Stability Facility – EFSF). Az OMT esetében csak olyan államok értékpapírjainak a megvásárlására volt lehetőség, amelyek az ESM/EFSF megfelelő programjaiba kerültek.

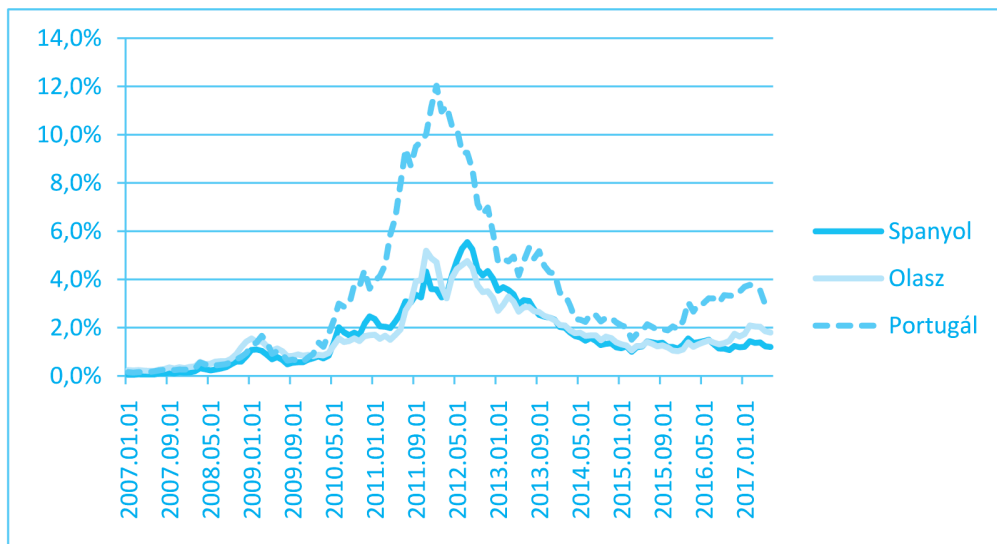
³¹ Outright Monetary Transactions

³² Ez utóbbival kapcsolatban lásd a 11. ábrát a TARGET2 rendszer egyensúlytalanságának alakulásáról, amelyet később tárgyal majd a cikk. Az ábrán a mérleg 2012 nyara után megfigyelhető csökkenése jól mutatja a bizalom helyreállítását.

³³ Ezzel kapcsolatban Mario Draghi „whatever it takes” szófordulata vált szállóigévé, amelyet egy 2012.

történt, a dolog jelentőségét az adja, hogy kijelölte a jövőre nézve azt, hogy a QE program, azon belül is az állampapír vásárlás lehet egy olyan eszköz, amellyel az ECB képes a piacra sikeresen hatni.

4. ábra: Az olasz, spanyol és portugál 10 éves állampapír hozam felárának alakulása a 10 éves német állampapír hozamhoz képest



Forrás: ECB.

Az SMP és az OMT program mindazonáltal rávilágított az európai QE előtt álló további akadályra, az ECB állampapír vásárlásának az uniós joggal való összeegyeztethetőségére. A közvetítésben uralkodó banki dominancia, az ECB szemlélete, valamint a válságkezelés kezdeti sikerei mellett a negyedik ok, amiért az európai mennyiségi lazítás késett az volt, hogy jegybanki állampapír vásárlás megítélése nem volt egységes abban a tekintetben, hogy ellentmond-e az uniós szabályozásnak, amely a monetáris finanszírozást tiltja.³⁴ Az állampapír vásárlás az euróövezet esetében ráadásul nemcsak egy, hanem jelenleg már 19 állam dolgát érinti. A magas európai államadósság-ráták és egyes államok költségvetési fegyelmezetlensége mellett érthetően vita alakult ki arról, hogy egyáltalán jogszerű-e az említett tiltás fényében az ECB állampapír vásárlása. Végül bíróságra került az ügy és csak ennek pozitív alakulása után, 2015 elejére kaphatott zöld lámpát az ECB QE programja.³⁵ Továbbra is beárnyékolja azonban ezt az a félelem, hogy ha egy

július 26-án tartott londoni konferencián mondott először, amelynek lényege az volt, hogy „ECB a mandátumán belül mindent megtesz euró megőrzésért és higgyék el, az elegendő lesz”. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html>

³⁴ Az Európai Unió működéséről szóló szerződés vonatkozó 124-es cikke.

³⁵ 2015. január 14-én jelent meg Cruz Villalón főtanácsnok indítványa abban az ügyben, amely az OMT

tagállam finanszírozása valamiért mégis ellehetetlenül, akkor gyakorlatilag mégis a monetáris finanszírozás réme merülne fel.³⁶

2015 elején nem véletlenül irányult azonban kivételes figyelem az ECB-re. A pénzügyi válság brutálisan mutatott rá Európa gyengeségeire. Miközben alapvetően erősnek tűnt a gazdaságpolitikai koordináció az EU-ban, a gyakorlatban a válságkezelő intézmények hiányoztak, a pénzügyi harmonizáció és felügyelet tökéletlen volt. A makroegyensúlyi és pénzügyi stabilitási különbségek a válságot követően gyors divergenciához vezettek a tagállamok gazdasági helyzetében. Bár a válság hatására az EU gazdasági kormányzásának intézményrendszerében jelentős reformok születtek (pl.: Six Pack, Bankunió, Euró Plusz), ugyanakkor nyilvánvaló lett, hogy a fiskális unió hiányában a közös gazdaságpolitika továbbra is csak „félkarú”. Ennek ugyan az euró létrejöttékor és az azt követő időszakban, valamint az ún. *Great Moderation*³⁷ alatt túlzott jelentősége nem volt, de a válságot követően a kilábalás egyik gátja lett. Miután pedig 2011-től a tagállamok költségvetési konszolidációja került előtérbe, ezért a gazdasági és pénzügyi problémák megoldását egyre inkább az egyetlen potensnek tűnő intézménytől, az ECB-től várták el az EU-ban. A már említett, 2015 januári sajtótájékoztató nem okozott csalódást, hiszen ezzel kezdetét vette az európai QE, amit azóta mennyiségében, várható időtartamában és a kiegészítő lépéseket illetően is tovább erősített az ECB.

Az európai gazdaságpolitika központi kérdése az, hogy lábra áll-e végre Európa a pénzügyi válságot követő letargiából? Mialatt az USA gazdasága a QE időszaka alatt erőre kapott: a munkanélküliség visszatért a természetes ráta feltételezett sávjába, a gazdasági növekedés ugyan nem kiemelkedő, de elfogadható szintű; ezalatt az eurózónában a munkanélküliség csúcsra ugrott, a válságot követő kezdeti kilábalást követően a gazdasági teljesítmény másodkörös visszaesést szenvedett el. Két évvel az európai QE kezdete után ugyanakkor pozitív jelek látszanak: a gazdasági növekedés, ha egyelőre haloványan is, de újra megjelent, a munkanélküliség lassan ugyan, de csökkenőben van (lásd 5. és 6. ábra). 2017-ben az infláció is a célérték közelébe kúszott, a maginfláció is – hosszú ideje tartó stagnálás után – végre emelkedést mutatott,³⁸ azaz gyengülni látszik a deflációs veszély.

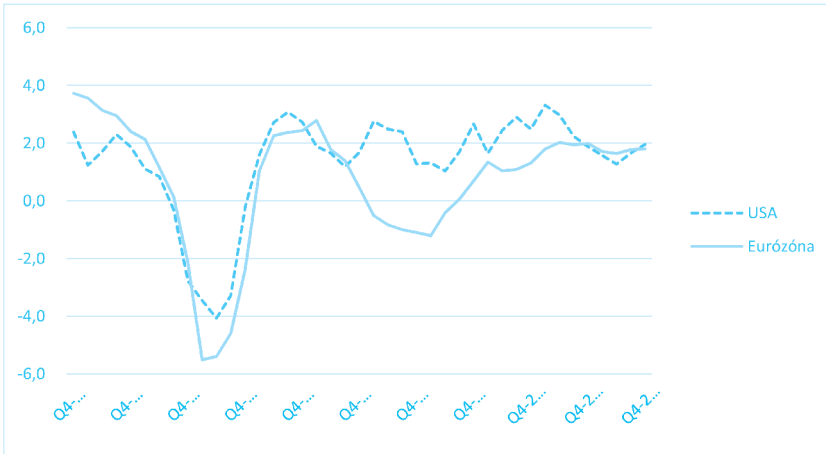
program jogszerűségét vitatta az Európai Unió Bírósága előtt. Az indítvány az OMT programot összeegyeztethetőnek ítélte az Európai Unió működéséről szóló szerződéssel, azaz az ECB monetáris politikai célú állampapír vásárlása előtti jogi akadály gyakorlatilag elhárult (a végleges döntés félévvel később született meg, összhangban az indítvánnyal). Az indítványt lásd: <https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2015-01/cp150002hu.pdf>.

³⁶ Így Görögország és 2 átmeneti hónap kivételével Ciprus állampapírjai ténylegesen nem is kerülhettek be a programba. Az erkölcsi kockázat (moral hazard) elkerülése érdekében a keményvonalas politika indokolt ebben a kérdésben.

³⁷ *Great Moderation* névvel jelölik a 80-as évek közepétől 2007-ig tartó korszakot, utalva az üzleti ciklusok csillapodására és az árstabilitásra.

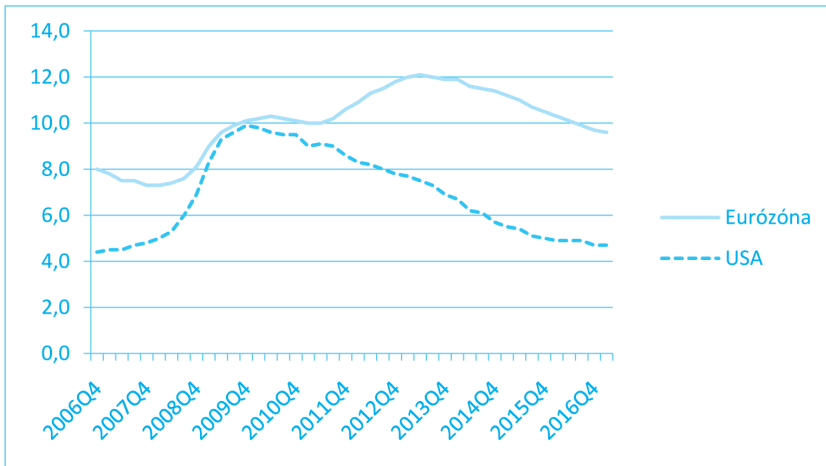
³⁸ 2017 áprilisában az eurózóna fő inflációs mutatója (HICP) 1,9% volt, a feldolgozatlan élelmiszerek és energia árak változása nélkül számolt maginfláció ebben a hónapban 1,2%-ra nőtt. Az adatok forrása: ECB.

5. ábra: Az USA, illetve az eurózána³⁹ negyedéves GDP növekedésének rátái az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan kiigazítva (százalék)



Forrás: OECD

6. ábra: Az USA, illetve az eurózána munkanélküliségi rátái az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan kiigazítva (százalék)



Forrás: Eurostat

Sikeres az ECB politikája? Tartós lehet a kedvező trend? A vélemények megoszlanak a kérdésben. A főbb kritikák elsősorban a hatástalanságot és a káros mellékhatásokat említik az ECB

³⁹ Az eurózána 19 országa.

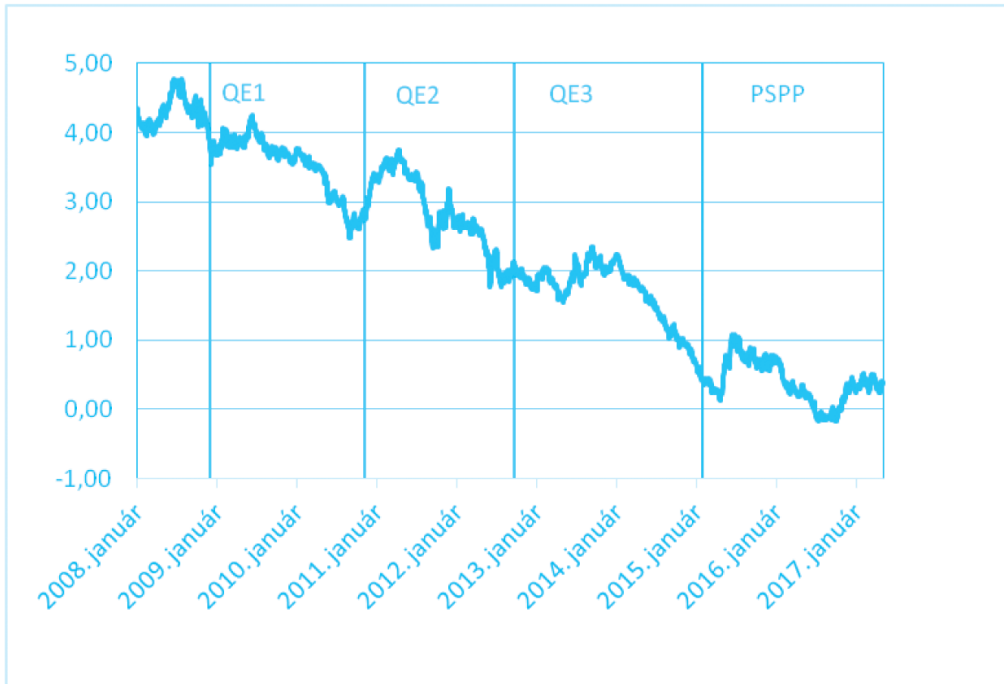
jelenlegi politikájával szemben. Többségben vannak azonban azok, akik továbbra is bíznak az európai QE jogosultságában. A tavaly év végi erre vonatkozó felmérés [CFM⁴⁰, 2016] azt mutatta, hogy a megkérdezett európai vezető makroökonómák 78%-a azon az állásponton volt, hogy az ECB-nek továbbra is fenn kell tartania a kivételesen laza monetáris kondíciókat, azaz az ECB QE programjának 2017-ben való folytatását támogatták. A monetáris politika ugyanakkor nem mindenható. Az elméleti konszenzust tekintve abban nincs változás, hogy hosszú távon a monetáris politika a gazdasági növekedést nem tudja gyorsítani, strukturális problémákra a monetáris politika nincs hatással. Folyamatosan jelennek meg ezért figyelmeztetések – nemcsak az ECB részéről –, amelyek Európában a fiskális politika szerepére és strukturális reformok szükségességére hívják fel a figyelmet.

4. AZ EURÓPAI MENNYISÉGI LAZÍTÁST BEFOLYÁSOLÓ TÉNYEZŐK ÉS A QE PERSPEKTÍVÁJA

Az európai mennyiségi lazítás sikeressége előtt álló első akadályként azt kell számításba vennünk, hogy önmagában a program elkezdésének jelentős késedelme és nemzetközi fáziskülönbsége mennyiben hátráltatja azt. A késlekedés miatt az ECB QE programja más kiinduló körülmények mellett kezdődhetett meg, mint a többi vezető jegybank hasonló programjai. A QE várakozási csatornán keresztüli hatása piaci nyugtató erején keresztül is érvényesül, ezért – ahogy már említésre került – az időben későbbi programok hatása kisebb volt, mint a kezdeti programoké. A 2015 elején induló ECB lazításra egyértelműen nyugodt piaci időszakban, más ECB lépéseket követően és időben, más jegybankok programjától lemaradva került sor. Köszönhetően ezeknek, 2015 elejének általános kamatszintje jóval a korábbi programok kezdetén megfigyelhető kamatok mértéke alatti volt. Következésképpen a hosszú lejáratú kamatcsökkenés előtt már eleve kisebb tér állt rendelkezésre az európai QE során más jegybankok korábbi programjaihoz képest (lásd 7. ábra).

⁴⁰ Centre for Macroeconomics (CFM) az Economic and Social Research Council által alapított kutató központ, az általa végzett felmérések prominens európai makroökonómák véleményét tükrözik.

7. ábra: A 10 éves euró benchmarkhozam alakulása az amerikai és európai QE bejelentési időpontokat követően (százalék)⁴¹



Forrás: ECB

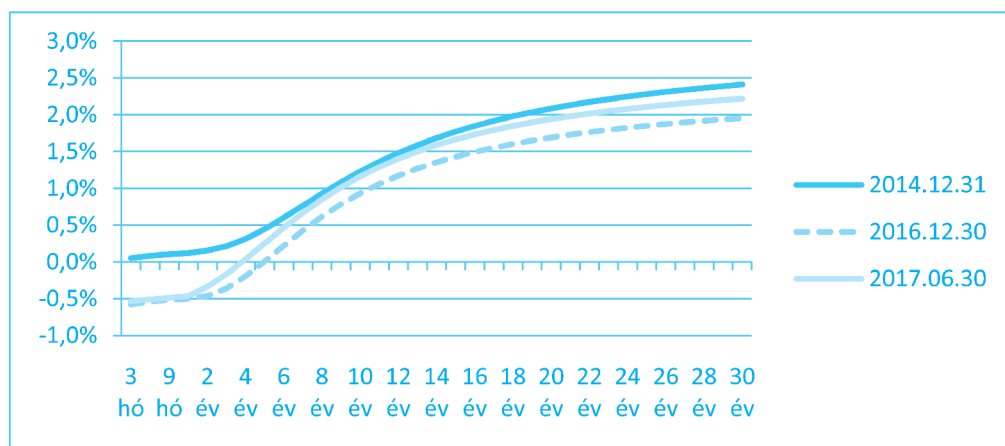
Empirikus eredményként Andrade et al. [2016] mind saját számításuk alapján, mind más tanulmányokat áttekintve azt találták, hogy az ECB QE programja sikeresen csökkentette a kötvényhozamokat. Az általuk vizsgált tanulmányok eredményei alapján ugyanakkor azt is le lehet vonni, hogy az angol és amerikai QE programok kamatcsökkentő hatása erőteljesebb volt, mint az alacsonyabb kamatszintről induló európai vagy japán program. Elemzésük eredménye szerint továbbá az európai QE pozitív makrogazdasági hatásokkal is járt. Ez egybecseng a német jegybank tanulmányával [Deutsche Bundesbank, 2016], amelyben viszont kiemelik, hogy a reálgazdasági hatások pozitívak, de azok becsült mértéke az alkalmazott modellek függvényében változó.

A frissebb adatok azonban felhívják a figyelmet a fáziskésés egy további lehetséges következményére is. Bár a BoE 2016-ban a Brexit miatt újrakezdte, a BoJ pedig töretlenül folytatja saját mennyiségi lazítását, de az amerikai kamatemelés az elmúlt évek nemkonvencionális monetáris politikai gyakorlata során még nem tapasztalt szituációt teremtett az ECB számára. Míg a válságot követő időszakban a vezető jegybankok mindegyike valamilyen formában a lazítás fázisá-

⁴¹ Az ECB által az AAA minősítésű, eurózónán belüli, változó összetételű államkötvények hozamából számolt hozamgörbe 10 éves spot rátái, illetve a Fed illetve ECB által az adott program elindításának jegybanki bejelentésének időpontjai.

ban volt, ezért politikájuk a tovagyrúzó hatásokon keresztül kölcsönösen erősítette egymást, addig az ECB-nek számítania kell a FED lassú szigorításának az európai programra gyakorolt kedvezőtlen hatására is. Bár az ugyan nem világos, hogy – amint az a 8. ábrán is látható – a 2017-es hozamemelkedés mennyiben ennek vagy az ECB eszközvásárlási programjának jövőbeli kivetésére vonatkozó várakozások erősödése miatti piaci reakciónak⁴² a következménye, de a nemzetközi portfólió-átrendeződés egyértelműen látszik. 2016-ban a nem-euró adósságpapírok irányába történő portfólió-átrendezés miatt rekordot döntött a portfólió-tökekiáramlás az euróövezetből. Az euróövezeti rezidensek 2015-ben és 2016-ban rekordmennyiségben vásároltak euróövezeten kívüli adósságpapírokat. 2016-ban az euró bevezetése óta először a nem-euróövezeti befektetők is nettó eladókká váltak az euró adósságpapírok vonatkozásában [ECB, 2017a]. Ez tehát egy olyan tényező, amely az európai QE hatásosságát negatívan befolyásolhatja.

8. ábra: Az euró hozamgörbe alakulása, bármilyen minősítésű eurózónás tagországok államkötvényeire vonatkozóan



Forrás: ECB

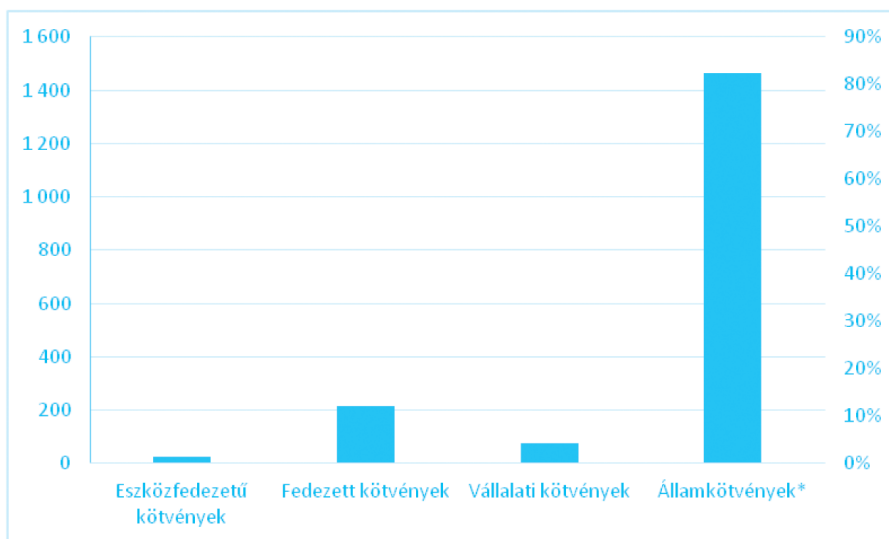
A sikeresség szempontjából mérlegelendő második fontos tényező a QE mérete és összetettsége. Mivel Európában a pénzügyi közvetítésben a banki dominancia jellemző (szemben az amerikaival, ahol a közvetlen, értékpapír-piaci közvetítés dominál), így Európában a QE eredményessége elsősorban a banki hitelezés fellendítésére gyakorolt közvetett hatáson múlik. Nehezíti az eredményességet, hogy az eurórendszer likviditását az ECB hagyományos monetáris eszközeivel az eurózóna bankjainak (értékpapír fedezet mellett) nyújtott kölcsön formájában biztosítja. A QE révén a bankrendszerbe szétáramló források egy részét pedig a bankok a feleslegessé váló kölcsönforrások leépítésére használhatják. Ezzel pedig csökkentik a jegybank eszközvásárlási

⁴² Ez az ún. taper tantrum 2 jelenség, utalva a 2013-ban tapasztalt, a FED QE3 programjának fokozatos csökkenésére adott piaci reakcióra, amely átmenetileg a hozamok jelentős emelkedéséhez vezetett az egyébként még tartó program ideje alatt.

programjának erejét. A QE-t tehát olyan nagyságúra kellett szabnia az ECB-nek, hogy az érdemben hatást gyakoroljon majd a piaci hozamokra és a bankrendszerben levő likviditás mennyiségére is, erőteljesen ösztönözve a bankokat hitelezésre. Ahogy a korábban látott 3. ábrán is jól követhető, az ECB eszközvásárlási programjának mennyiségi lazító hatása tartós tudott maradni, szemben a 3 éves LTRO eszközzel, amely révén csak átmenetileg nőtt az eurórendszer mérlege.

Kellő nagyságú QE Európában továbbá csak állampapír vásárlással érhető el, mivel a bankközpontú közvetítés mellett érdemi mennyiségben és minőségben ez áll rendelkezésre az európai piacon.⁴³ Az ECB 2015 márciusában induló eszközvásárlási programja⁴⁴ ennek megfelelően túlnyomó részben erre koncentrált (lásd 9. ábra).

9. ábra: Az ECB eszközvásárlási programjának kumulált adatai 2017. március 31-én: az egyes eszköztípusok állománya könyvszerinti értéken mrd EUR-ban és az összes százalékában



Forrás: ECB

* Önkormányzati és szupranacionális kötvényekkel együttesen.

Az állampapír piac mérete is korlátot szab azonban az európai QE előtt. Az európai késedelemnek itt is van jelentősége. A válságkezelés jelentős fiskális igényeket támasztott a kormányzatokkal szemben, amely a kormányzati adósság növekedésével és jelentős nettó állampapír

⁴³ 2016 végén a hosszú lejáratú szuverén államkötvények piaci állománya nominális értéken 7126,9 mrd eurót, a helyi és egyéb kormányzati kötvények értéke 465,7 mrd eurót, a nem pénzügyi vállalkozások kötvényállománya 908,2 mrd eurót tett ki, minden minősítésű papírt beleértve (forrás: ECB).

⁴⁴ Valójában a fedezett kötvények vásárlásának 3. szakasza (CBPP3) már 2014 októberében, az eszközfedezett kötvényeké (ABSPP) pedig már 2014 novemberében megkezdődött, a vállalati kötvényekre (CSPP) viszont csak 2016 júniusától került sor.

kibocsátással járt. Ezzel szemben a konszolidációs időszakban az állampapírok kínálati oldala kevésbé vagy akár nem is növekszik. Ez ugyan a QE-nek a kamatokra gyakorolt szándékolt csökkentő hatását erősíti, ugyanakkor megnehezíti a mennyiségi cél elérését és/vagy a kockázatkezelést. Míg például a Fed nagyléptékű eszközvásárlásai időszakában több mint megtriplázódott az amerikai hosszú lejáratú állampapírok állománya, az euróövezetben a hosszú lejáratú szuverén kötvények állománya csak minimálisan nőtt az európai eszközvásárlási program első két éve alatt.⁴⁵ Európában ráadásul nem is beszélhetünk olyan homogén piacról, mint a többi vezető jegybank QE programjai során, mivel itt nem egy, hanem (Görögországot és Ciprust leszámítva) 17 ország állampapírjairól van szó, amelyek különböző minősítésűek, hozamúak és nem is teljesen egységes piacúak. Tehát a piaci szükségesség nemcsak a QE program összességében, hanem országonként is jelentkezhet.

Kockázatkezelési okokból az ECB több különböző limitet állapított meg az állampapír vásárlások tekintetében. A kibocsátónkénti maximum⁴⁶ a jegybanki vásárlások miatti piaci torzítást akarja korlátozni, illetve a monetáris finanszírozás tilalma miatt került felállításra. Az értékpapíronkénti limit⁴⁷ célja lehet vélhetően még egy esetleges csőd esetén a közös fellépés blokkolását gátló kisebbségi tulajdonrész elkerülése is. A jegybankok által – amennyiben egy szuverén csődhelyzet állna be – egy hitelezői bemártás (bail-in) megszavazása ugyanis jogilag lehetetlen vagy legalábbis súlyosan vitatható lenne. Ezért a jegybank túl nagy szavazati súlya egy konkrét értékpapír esetében éppen az esetleges sikeres adósságrendezést gátolná. Az árfolyamkorlát⁴⁸ a közvetlen jegybanki veszteségek elkerülése miatt, a lejárat korlát⁴⁹ a QE céljának, a hosszabb hozamok leszorításának megfelelő, érdemi piaccal bíró széles lejáratú spektrumot jelöli ki. Az utolsó korlát az állampapír vásárlás kockázatának az eurórendszer jegybankjai között történő megosztását szabja meg.⁵⁰

⁴⁵ Míg Amerikában nominális értékben a 2008 végi közel 3 ezer milliárd dollárról 2014 októberére 9 ezer milliárd dollár fölé emelkedett a hosszú lejáratú szövetségi államkötvények piacon lévő mennyisége (forrás: US Treasury), addig az euróövezetben a 2015. februári 6846 milliárdról 2017. január végére mindössze 5%-kal, 7170 milliárd euróra nőtt a hosszú lejáratú szuverén kötvények piaci állománya (forrás: ECB).

⁴⁶ Jelenleg ez 50% a szupranacionális kibocsátókra, 33% a szuverén kibocsátókra, illetve önkormányzatokra.

⁴⁷ Jelenleg ez 25% a közös cselekvési klauzulát tartalmazó állampapírokra, 33% a többire.

⁴⁸ A 2016 végéig érvényes szabályok szerint a vásárláskori hozam nem lehetett kisebb a jegybank O/N betéti eszközének kamatánál (ami jelenleg mínusz 0,4%).

⁴⁹ Jelenleg minimum 1 év, de 31 évet el nem érő hátralevő futamidejű spektrumot jelöl ki ez a limit.

⁵⁰ A kezdetektől fogva változatlanul 20%, ami közvetetten jelentkezik, az ECB 10%-os saját vásárlási limitjéből és a szupranacionális papírok maximált 10%-os részarányából tevődik össze. Ezen felül a nemzeti jegybankok vásárlása az eurórendszerbeli tőkekulcsuknak megfelelően a saját nemzeti kötvényekre korlátozódik. Szemben tehát a korábbi programmal, az SMP-vel, amelyik a vásárolt állampapírokból származó kockázatot teljesen megosztotta az eurórendszer jegybankjai között, a jelenlegi program, a PSPP során, az ECB saját tőkéjének fenntartására vonatkozó kötelezettségen és a szupranacionális kötvények tartásának kockázatán túl, más államok szuverén kockázatait közvetlenül nem terhelik a nemzeti jegybankok mérlegeit.

A 2015 elején meghirdetett QE kezdeti keretfeltételei⁵¹ alapján a mennyiségi korlátok még nem jelentkeztek, a program mennyiségi kibővítésével és időbeli kitolásával⁵² azonban egyre inkább az elemzések előterébe került a téma. Az ECB az idő előrehaladtával ezért folyamatosan lazított a fentiekben felsorolt limiteken. Részben nőtt az értékpapíronkénti limit és a szupranacionális kibocsátói limit, önkormányzati kötvényekkel bővült a vásárolt értékpapírok köre, valamint szélesedett az elfogadott futamidősáv is. 2016 közepén pedig az eszközvásárlási program új elemmel, a vállalati kötvényvásárlási programmal bővült. Miután az állampapír hozamok széles tartományban negatívbá fordultak, ezért az O/N betéti kamat 2015 végén és 2016 márciusában történt csökkentése is hozzájárult a kezdetben meghatározott limitek enyhítéséhez. E tekintetben ugyanakkor – különösen a leginkább érintett német papírok esetében – lényeges könnyítés volt, hogy 2016 végén eltörlésre került az árfolyamkorlát, azaz jelenleg már az O/N betéti kamat alatti hozamszinten is lehet állampapírokat vásárolni.

Claeys-Leandro [2016] vonatkozó elemzéséből megállapítható, hogy bár mindezen lépések hatására ugyan kezd elhárulni az eszközvásárlás előtt a piaci kínálat szükségességéből eredő akadály, de a jelenlegi feltételek mentén a jövőben csak fokozatosan csökkenő mértékben tartható fent az európai QE program. Ennek első jelei már látszanak: 2016 decemberében a piaci torzítás elkerülése érdekében összességében alacsonyabb mennyiséget vásárolt az ECB, 2017 elején pedig már több ország állampapírjai esetében elmaradt a tényleges vásárlás értéke a kulcs szerint arányosan várható értéktől.⁵³ A kínálati korlátok tehát egyre inkább éreztetik majd a hatásukat. A limitek további enyhítése ellen szól viszont, hogy ez egyre inkább a felállításukat indokoló alapelvek feladását is jelentené (ez tulajdonképpen már az árfolyamkorlát eltörlésére is igaz), ami az ECB programjával szembeni kritikákat, illetve politikai ellenszemet erősítheti fel. Ezért rövid távon a mennyiségét tekintve, középtávon pedig időben is korlátozott az eszközvásárlási program folytatása.

Ugyanakkor az ECB hosszú lejáratú célzott refinanszírozási eszköze, a TLTRO is hozzájárult némileg a mennyiségi lazításhoz. A 2014 szeptemberében indult, banki hitelezést támogató két programban⁵⁴ összesen bruttó 1172 mrd euró olcsó refinanszírozást biztosított az ECB a bankok részére, annak érdekében, hogy a magánszektornak nyújtott hitelezés⁵⁵ növekedjen. Elvileg az eszköz endogén mennyiségi lazításként is felfogható, amennyiben a bankok az eszköz iránti keresletükkel növelik a monetáris bázist, ezzel párhuzamosan pedig hitelezésüket. Ténylegesen ugyanakkor 2017 márciusáig a két célzott refinanszírozási program mennyiségi értelemben enél kisebb mértékben járult hozzá a lazításhoz. A fennálló TLTRO állomány 2017 március vé-

⁵¹ A program a meghirdetéskor várhatóan 18 hónapon át, 2016. szeptemberig tartó, havi 60 milliárd euró összegű jegybanki eszközvásárlást jelölt meg, amelyből a szuverén kötvényekre mintegy havi 44 milliárd euró összeg jutott átlagosan.

⁵² Időben 2015 decemberében 2017 márciusáig, 2016 végén pedig várhatóan 2017 végéig hosszabbította meg eszközvásárlási programját az ECB. Mennyiségben 2016 márciusa és 2017 márciusa között 80 milliárd euróra emelte a havi összeget, 2017 áprilisától újra az eredeti 60 milliárd euróra csökkentette.

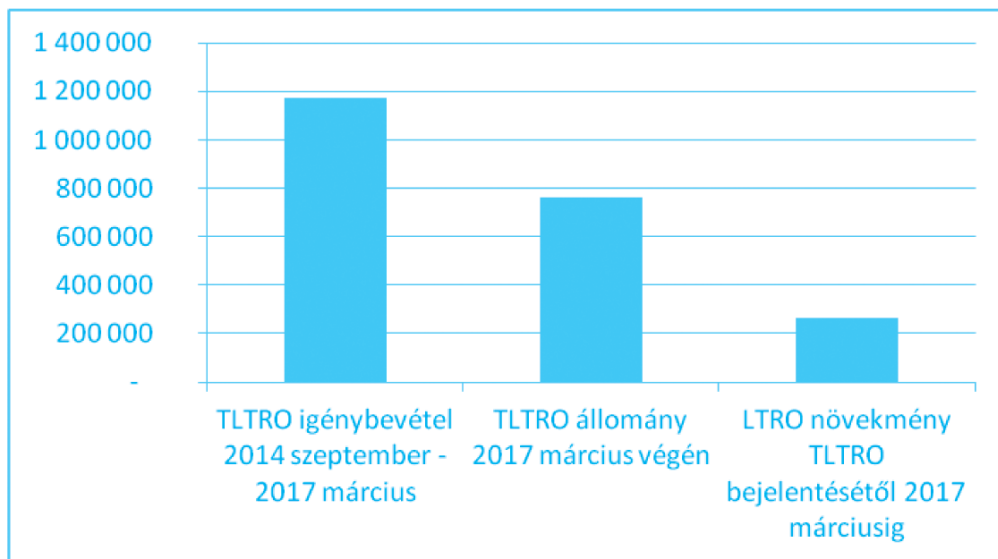
⁵³ Kisebb periférikus országok: Szlovénia, Portugália, Írország és Finnország esetében (adatok: ECB).

⁵⁴ TLTRO I: 2014. szeptember és 2016. június, TLTRO II: 2016. június - 2017. március.

⁵⁵ A nem pénzügyi vállalkozásoknak és a lakásvásárlási hitelek kivül a lakosságnak nyújtott hitelek csökkenésének megállítását és növelését célozta az eszköz.

gére 762 mrd eurót ért el, a bankok az ECB-től származó összes hosszú lejáratú finanszírozási állományukat azonban csupán 265 mrd euróval növelték⁵⁶ a TLTRO 2014. júniusi bejelentésétől számítva (lásd 10. ábra).

10. ábra: Az ECB LTRO és TLTRO állományának változása (mEUR)



Forrás: ECB.

A bankok egyrészt a TLTRO II eszközt felhasználták a TLTRO I során megszerzett források lecserélésére, illetve a TLTRO I során önkéntes visszafizetésre is lehetőség van, amelyek hatására a fennálló TLTRO állomány kisebb, mint az aukciók során összesen allokált állomány. Másrészt az ECB egyéb hosszú lejáratú eszköze (TLTRO-n kívüli, egyéb LTRO) iránti banki kereslet is visszaesett, azaz azok állománya is csökkent. Azt ugyanakkor nehéz számszerűsíteni, hogy utóbbi csökkenésében mennyiben játszott szerepet a jegybank párhuzamosan futó eszközvásárlási programja és mennyiben a TLTRO megjelenése. A TLTRO tényleges mennyiségi hatását tovább csökkenthette az is, hogy a bankok a hosszú távú refinanszírozási eszközön kívüli más forrásaikat is lecserélhették az új jegybanki eszközre, vagyis a fenti ábrán láthatónál is kisebb lehetett a teljes mennyiségi hatás.

Míg a mennyiségi aspektust tekintve kevésbé egyértelműen, a hitelezési kamatokra gyakorolt közvetlen hatását illetően biztosabban hozzájárult a lazításhoz a célzott refinanszírozás. Összeségében mindkét TLTRO program során csökkentek a vállalati hitelkamatok, a sérülékenyebb

⁵⁶ Az adatok forrása: ECB

országokban⁵⁷ a TLTRO eszközt igénybevevő bankok jelentősebben tudták csökkenteni vonatkozó hitelkamataikat, mint az azt igénybe nem vevő bankok [ECB, 2017b].

Mivel időben jócskán megkésve, alacsonyabb kamatszinten és kevésbé támogató nemzetközi környezetben került sor az európai mennyiségi lazításra, ezért a kamatokra gyakorolt hatását tekintve nem volt lényegtelen, hogy az ECB a betéti eszközének kamatát növekvő mértékben zéró alá csökkentette, és mind a QE mind pedig a TLTRO esetében az árazást is ehhez a negatív kamathoz limitálta. Önmagában a betéti eszköz negatív kamatának is jelentős ösztönző ereje van azon bankok számára, amelyek az elmúlt években jelentős szabad tartalékot halmoztak fel a jegybanknál, mivel ez az állománnyal és a negatív kamat mértékével arányosan növekvően, közvetlenül veszteséget okoz számukra.⁵⁸ Mindez az egyes bankokat a saját jegybanki állományuk csökkentésére ösztönzi. Ennek lehetséges módjai – mint például az állampapírok vétele, a pénzügyi kihelyezés és a hitelezés növelése – mind a jegybanki mennyiségi lazítás hatását erősítik. A QE során, a vele párhuzamosan alkalmazott negatív kamat is erősíti az előbbi: egyrészt közvetlenül hat a lejáratú prémiumok csökkenésére, másrészt az állami adósságszolgálati terhek jelentős csökkenésével a fiskális politika számára teremt teret a kiadások növelésére. A célzott refinanszírozás negatív kamata pedig az egyedi bankok számára profit szempontból teszi a hitelezés növelését különösen kedvező alternatívnak. Nem elhanyagolható az sem, hogy a negatív kamat az eurózóna pénzügyi töredezettségének csökkentése irányába is hat, mivel a tartalékok felhalmozódása néhány ország bankrendszerében koncentrálódik, amelyhez tartozó bankokat a kapcsolódó veszteség növekedése a többi ország pénzügyi piacain történő kihelyezésre is ösztönzi.

Ugyanakkor a negatív kamatok káros mellékhatásai is érezhetők az euróövezetben. A QE során kényszerűen nő a bankok tartalékállománya. Bár az egyes bankok a fentieknek megfelelően törekedhetnek a jegybanknál levő pénzállományuk csökkentésére, a bankrendszer egésze nem tud megszabadulni ettől a veszteséget generáló állománytól, legfeljebb annyiban tudja csökkenteni, amennyivel a jegybanktól származó egyéb, kölcsönjellegű forrásaitat leépítik a bankok. 2017 márciusában az euróövezeti hitelintézetek negatív kamatokkal érintett tartalékállományának nagysága már közel 1320 mrd eurót ért el.⁵⁹ Ez a jelenlegi ECB kamatszinttel (-0,4%) számolva, éves szinten összesen több mint 5 mrd eurós banki veszteséget eredményez. A profittermelési képességet rombolja továbbá az is, hogy a negatív kamatok tovább csökkentik a hitelkamatokat, az így szűkülő kamatmarzs pedig a nettó kamatbevételt csökkenti, amennyiben azt nem ellentételezi a hitelezési állomány növekedéséből származó kellő volumenhatás. Látni kell azt is, hogy míg a csökkenő hitelkamatok a hitelkeresletre pozitívan hatnak, a szűkülő kamatmarzs ezzel szemben a hitelezési hajlandóságot csökkenti. A kamatmarzs alakulását nézve ténylegesen annak csökkenését lehet mérni. Az ECB [2016a] számítása szerint ugyanakkor a negatív kamatok alkalmazásának első két évében a kamatmarzs csökkenésének csak kisebb része tudható be az intézkedésnek, más monetáris lépések és egyéb hatások nagyobb részben okozták a csökkenést. Az általuk alkalmazott modell felbontása szerint, 2014 júniusa és 2016 szeptembere között az

⁵⁷ PIGS országok, továbbá Írország, Ciprus és Szlovénia.

⁵⁸ A negatív kamatok továbbhárítása a betétesekre nem igazán lehetséges.

⁵⁹ A betéti eszközben elhelyezett és a jegybanknál folyószámlán levő szabad tartalékok összege; az adatok forrása: ECB.

euróövezeti bankok medián kamatmarzsa közel 1 százalékot esett, amiből mindössze $\frac{1}{4}$ százalék írható a negatív kamat rovására.

A banki profitokra viszont eddig pozitív hatással volt az államkötvények és más adósságpapírok hozamcsökkenése. Ez ugyanis árfolyamnyereséget jelent az értékesítési célú portfólió esetében, ami növeli az eredményt. A jegybanki vásárlások pedig csökkentették az állampapírok hozamait az eurózónában, a stabil makrohelyzetű országok mellett jellemzően a sérülékenyebb perifériális országokban is. Hosszabb távon persze már vegyes lesz a kép a hatást tekintve, mivel – ahogy az már említésre került – a bankok szabályozási megfelelés, illetve likviditás menedzsment céljából kényszerűen tartanak majd negatív hozam mellett is államkötvényeket, ezért azokon veszteséget realizálhatnak.

Az összesített hatások Európában mindenestre pozitívnak látszanak. Demertzis és Wolff [2016] kiemelik, hogy az ECB lépései javítanak a gazdasági kilátásokon, ami egyrészt új hitelezési lehetőséget teremt a bankoknak, másrészt elősegíti a problémás hitelportfólió javulását, rendezését is. Az európai QE első évére vonatkozóan az azonnali hatások – a számításaik szerint – végeredményben pozitívan hatottak az eurózónában a banki jövedelmezőségre. Az ECB [2016a] is azt a következtetést vonja le, hogy a negatív kamatok több csatornán keresztül és irányban hatnak a banki profitokra, előzetesen nem lehet megjósolni ezek együttes, kumulált eredményét azokra vonatkozóan. Ugyanakkor megemlítik, hogy az ECB jelenlegi monetáris politikáján kívüli egyéb, részben ciklikus, részben strukturális tényezőknek⁶⁰ a banki eredményességre gyakorolt hatása erőteljesebb lehet az előbbieknél.

A mennyiségi lazítás hatásosságát és alkalmazhatóságát korlátozó kérdések mellett két olyan ellenirányú hatással is számolni kell az ECB-nek, amely a QE sikerességét befolyásolhatja: a fiskális konszolidációnak és a bankszabályozás szigorodásának következményével. Az állami fiskális fegyelem helyreállítása az EU intézményi megerősítésének sarkalatos pontja. A költségvetési konszolidáció azonban Európában 2011 után éppen a monetáris politikától várt iránnyal szembe ment. Ennek számottevő hatása volt. A költségvetési kiadási multiplikátor értéke, vagyis az, hogy egységnyi kiadáscsökkenés mekkora kibocsátási veszteséggel jár, a zero kamathatár és a merevbb pénzügyi korlátok miatt, a válságot követően egyrészt magasabb, mint korábban [Blanchard – Leigh, 2013]. Másrészt – ahogy azt egy vonatkozó bizottsági tanulmány [Veld, 2013] kiemeli – mivel a tagországok gazdaságai erősen kapcsolódnak egymáshoz, az együttesen végbemenő európai konszolidáció az országok egymásra gyakorolt hatásán keresztül még tovább is növelte a multiplikátor értékét. Utóbbi tanulmány becslése szerint a 2011-13-as együttes fiskális konszolidáció 8 évre elnyújtott, teljes GDP hatása az eurózónában országonként különböző, de a korábban becsülteknél jelentősebb növekedési veszteséget okoz.⁶¹ A válság után kibontakozó gazdasági helyreállást az európai költségvetési konszolidáció meg is akasztotta: míg egyes országok rákényszerültek erre a finanszírozásuk ellehetetlenülése miatt, addig más országok vagy a költségvetési politikát szigorúbban ellenőrző EU politika vagy eleve konzervatív hozzáállásuk miatt fogták vissza a költségek. Mivel a folyamat még nem ért véget, ezért ez jelenleg is vissza-

⁶⁰ Például a nem banki szereplők, fintech cégek előretörése, a szigorúbb szabályozás, bankhálózat átszabása, működési racionalizálás, üzleti modellváltás szükségessége által keltett kihívások.

⁶¹ A tanulmány a GIPS országok esetében 14,34% (Olaszország)-26,94% (Görögország) közötti, Írországra 11,4%, Németországra 10,46%, Franciaországra 13,76%, míg a többi euró-zóna ország esetében átlagosan 7,94% kumulált GDP veszteséget becsült a Bizottság által is használt QUEST modell alapján.

húzza az európai növekedést. Nem véletlenül éri számos kritika Németországot, mivel az eurózóna legmeghatározóbb gazdaságával bírva, különösen szigorú költségvetési politikája hátráltatja az ECB politikájának érvényesülését, illetve a kilábalás perspektíváját.

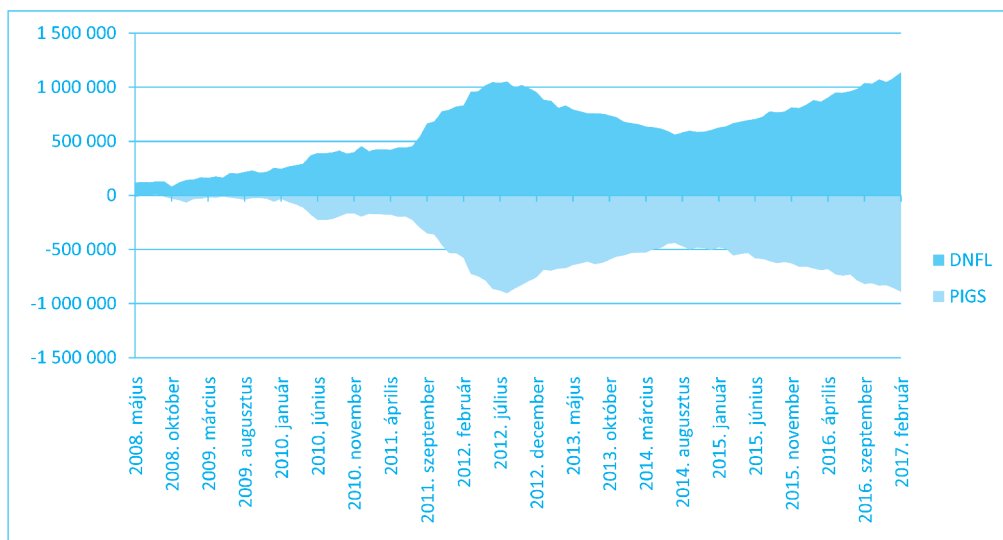
Az alacsonyabb kamatok ugyanakkor lehetőséget is nyitnak a fiskális politika előtt az adósság-szolgálati kiadások csökkenésével. Az ECB nem győzi azonban hangsúlyozni, hogy az így nyert pénzügyi mozgásteret a kormányzatoknak a strukturális reformokra kell fordítaniuk. A válság ugyanis felszínre hozta azt az egyébként nem legújabb keletű jelenséget, mely szerint a potenciális növekedés mértéke már egy ideje süllyedőben van. Ennek okai a teljes tényezőtermelékenység növekedésének lassulása, illetve a munkainput csökkenése. A válság következtében csökkentek továbbá a mérlegalkalmazkodásra kényszerült gazdasági szereplők kiadásai, amelyek a beruházások csökkenésén keresztül vezettek a potenciális GDP növekedési ütemének jelenleg már ijesztő lelassulásához [Praet, 2015]. Vagyis a növekedés lelassulása mögött egyaránt fellelhetők keresleti tényezők, amelyekre a jegybank hatással tud lenni, illetve strukturális okok, amelyekre viszont nem.

A bankszabályozás változásának is van hatása a növekedésre. A bázeli szabályok implementációjának még csak az első felében vagyunk: ez egy évekig elhúzódó folyamat lesz. A növekvő tőkekövetelmények és az új likviditási előírások a banki hitelezést tartósan visszafogják majd. Ez pedig növekedési áldozattal jár. A különböző becsléseket összefoglaló Fed tanulmány [Angelini et al., 2011] alapján Európa esetében a szabályozás változásának hatására a hosszú távú kibocsátási veszteség összességében akár az 1%-ot is meghaladhatja.

A bázeli szabályozás reformjának célja a pénzügyi stabilitás megerősítése. A nemkonvencionális eszközöknek most már széles arzenálját felvonultató monetáris politika viszont önmaga is veszélyeztetheti a pénzügyi stabilitást. A kockázati prémiumok csökkenését, az eurózóna pénzügyi piacain kialakult különbségek mérséklődését lehet úgy interpretálni, hogy a piacok eurózónán belüli töredezettsége javult, a transzmissziós mechanizmus egyre inkább egységesen, a jegybank szándékai szerinti irányt vesz az eurózóna országaiban. Ezt a töredezettséget, széttagoltságot azonban csak a tárgyalt „durva” nemkonvencionális eszközökkel – mint amilyen a jegybanknál elhelyezett banki szabad tartalékokra felszámított egyre negatívabb kamat és az állampapírpiacon határokat feszegető méretű QE – lehetett csökkenteni. Az ennek hatására negatívba forduló kötvényhozamok, a csúcspontot döntőgető részvényindexek viszont arra is utalnak, hogy újabb buborék lehet kialakulóban. A kérdés csak az, hogy mennyire torzították a piacokat a jegybank lépései, és ez milyen stabilitási kockázatokat rejt. Elgondolkodtató az ügyben az európai megközelítés, miszerint miközben a bankunióon belül a bankrendszer alapvető stabilitási ügyei az egységes felügyeleti mechanizmus keretén belül az ECB hatáskörébe kerültek, addig a pénzügyi rendszer egészét illető makroprudenciális eszközök jórészt a tagállami makroprudenciális hatóságok kezében vannak. Mario Draghi a 2015. januári sajtótájékoztatóján [Draghi, 2015] egy újságírói kérdésre adott válaszában arra utalt, hogy amennyiben egy tagállamban eszközár-buborék alakulna ki, ott az adott helyi makroprudenciális hatóságnak kell fellépnie ez ellen. Mindeközben kétségtelen, hogy egy tagállami eszközár-buborék kialakulásának melegágya éppen a laza közös monetáris politika lehet.

A kamatok és hitelkondíciók konvergenciája a tagországok piacain ugyanakkor nem bizonyítja egyértelműen a piacok eurózónán belüli töredezettségének javulását. Az ECB QE programja biztonságot jelent a piaci szereplők számára, ami elősegítheti az állampapírpiacon töredezettségének csökkenését az eurózónán belül. A QE program kezdete óta viszont a TARGET2 rendszerben a nemzeti jegybankok pozíciójának eltéréseiből mérhető egyensúlytalanság újra jelentős növekedésnek indult (lásd 11. ábra).

11. ábra: Az eurórendszer jegybankjainak TARGET2 nettó egyenlege kiválasztott országcsoportok⁶² szerint (millió euró)



Forrás: ECB

Az ECB [2016b] hangsúlyozza, hogy szemben a korábban (2010 és 2012 között) tapasztaltakkal, az egyensúlytalanság növekedése az elmúlt két évben nem az eurózónán belüli piaci stressz fokozódásának a jele, hanem a monetáris politika megvalósításának a következménye. Ez utóbbi alatt azt kell érteni, hogy az eszközvásárlási programok a határokon átnyúlnak, vagyis egy adott ország jegybankjának a hazai állampapírt külföldről kell megvásárolnia. A kötelezettséget felhalmozó országok jegybankjai pedig jelentős részben a követeléssel bíró országokban levő szereplőktől vásárolnak, ami így automatikusan növeli a TARGET2 mérleget. Szintén ebbe az irányba mutat az ECB [2016b] szerint az, hogy a TLTRO igénybevétele a gyengébb fundamentumú országokban jelentősebb volt. Ez utóbbi hatásának jelentősége azonban vitatható. A részletesebb számok azt mutatják, hogy 2015 február és 2016 vége között⁶³ a PIGS országok bankjai által igénybevett ECB fő refinanszírozási és hosszú távú finanszírozási eszközeinek együttes állománya 50 milliárd euróval nőtt.⁶⁴ Összességében az kijelenthető, hogy a megfigyelt egyensúlyromlás

⁶² A nemzeti bankok ECB-vel szembeni követelései és tartozásai, DNFL: Németország, Hollandia, Finnország, Luxemburg; PIGS: Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország. A kiválasztás a jelentős hiánnyal, illetve többlettel rendelkező országok alapján történt. Írországot a második körös egyensúlyromlás nem érintette, így ebben a kimutatásban nem szerepel a többiek mellett.

⁶³ Az időszak kezdőpont választásának oka az volt, hogy a 2011-ben és 2012-ben alokkált 3 éves LTRO finanszírozásokat, azaz annak torzító hatását már ne tartalmazza az adat.

⁶⁴ Az adatok forrása: „Bruegel database of Eurosystem lending operations developed”. In: Pisani-Ferry and Wolff, 2012”

elsődleges oka az volt, hogy a jegybank eszközvásárlási programja során keletkezett többletlikviditás az eurórendszerben elsősorban néhány – a fenti ábrán látható, többlettel bíró – ország bankrendszerében csapódott ki. Ez rávilágít arra, hogy az ECB eszközvásárlási programját nem kísérte a bankrendszer töredezettségének javulása, azaz a növekvő szabad tartalékok nem áramlottak át a gyengébb makrohelyzettel és bankrendszerrel rendelkező országokba, sőt, kis mértékben tovább is nőtt ezen országok bankjainak függése a jegybanki kölcsönforrásoktól. Ne feledjük azt sem, hogy az állampapír vásárlások miatt bekövetkező jegybanki TARGET2 kötelezettségek növekedése mögött párhuzamosan ezen jegybankok eszközoldalán a saját (az adott állam által kibocsátott) állampapírok növekedése áll.⁶⁵ Ezt sem lehet a töredezettség csökkenéseként említeni. A mögöttes kockázatok nem beláthatók teljesen, mert nincs arra külön forgatókönyv, hogy egy, a rendszerrel szemben kötelezettséget felhalmozó ország eurózónából való kiválása esetén mi történik, ha ebből az eurórendszerben veszteség származna.

5. KÖVETKEZTETÉSEK

Összegezve megállapítható, hogy az ECB jelenlegi monetáris politikája a reálgazdaság számára jelentős támogató erőt nyújt, miközben az inflációs célértékhez való visszatérést is elősegítette. A jegybank QE programja a kiegészítő lépésekkel csökkentette a kamatokat, az olcsóbb források biztosításával enyhítette a gazdasági szereplők és az állam költségvetési korlátait, növelte a hitelezést, elhárította a deflációs veszélyt, így rövid távon érdemben hozzájárult a gazdasági növekedés helyreállításához. A késlekedés miatt ugyanakkor több olyan tényezővel is számolni kell, ami hátráltatja az ECB programjának eredményességét. Ilyen az induló alacsonyabb kamatkörnyezet, a Fed normalizációs politikájának negatív hatása, a bankszabályozás szigorodása, a fiskális konszolidáció az EU-ban. Ezek miatt is kellett a jegybanki lépéseket úgy kalibrálni, hogy azok kellően hatásosak legyenek. Ez azonban egyúttal a kockázatokat is növeli.

Ez utóbbiakkal kapcsolatos kritikák nem megalapozatlanok. Bár az egymást kompenzáló ellenirányú hatások miatt a negatív kamatok a bankok működésére nézve egyelőre nem okoztak a banki profitokban látható károkat, de a kamatmarzs összenyomása a hagyományos banki üzletágakra hosszú távon károsan hat. A negatív kamatok a piacot is torzítják. A pénzpiac szempontjából kiemelt fontosságú állampapírpiac a negatív kamatok és jegybanki vásárlás hatására, a kínálat szűkössége mellett nyilvánvalóan torzult. Nemcsak önmagában az ennek következtében kialakuló esetleges buborék lehet veszélyes, de a negatív kamatok reálgazdasági hatása is bizonytalan.

A jegybanki vásárlások kamatpadlójának eltörlésével közvetlenül felvállalt jegybanki veszteségnek vannak fiskális hatásai, de ezeket a QE többi ilyen hatásával együtt szabad csak vizsgálni, ebben az értelemben pedig a fiskális politika számára támogató az ECB programja. A kritika, miszerint az ECB politikájának hatására a jegybanki mérlegekbe beépülő kockázatok fiskális követ-

⁶⁵ Egy példával: az olasz állampapír vásárlások eredményeképpen nőtt a német bankrendszerben az ügyfelek betétállománya, ezzel párhuzamosan a bankok szabad tartaléka a német jegybanknál. A német jegybank eszközoldalán nőtt a követelése a TARGET2 rendszerben, ezzel párhuzamosan nőtt az olasz jegybank tartozása a TARGET2 rendszerben, ugyanakkor az eszközoldalon az olasz állampapír állománya is. A példa szerinti esetben a német banki betétnövekmény mögötti konszolidált eszköznövekmény az eurórendszerben tehát olasz állampapírokból áll.

kezményekkel járhatnak, más szempontból viszont jogos, mivel ez gyengítheti az ECB-be vetett bizalmat, illetve a közös monetáris politika mögötti egységet.⁶⁶ Hasonló a helyzet a TARGET2 rendszeren belüli egyensúlytalanság növekedésével. Elfogadható ugyan az ECB érvelése, hogy ez jelenleg nem az eurózónán belüli stressz eredménye, de az egyensúlytalanság ilyen mértékű növekedése és az ebből eredő eurórendszerbeli kockázat ugyancsak rombolhatja az említett bizalmat és egységet a közös monetáris rendszerben.

Az eurózána különbözősége átvezet az ECB-vel szembeni elvárások realitásával kapcsolatos kérdésre. Érthető, hogy az eurózónában az ECB vállára helyeződött a teher, hogy a válság által felgyűlt problémákra megoldást találjon, de a jegybankkal szembeni elvárásnak fundamentális alapokra kell helyeződnie, vagyis figyelembe kell venni, hogy a monetáris politika mire képes és mire nem. A gazdaság strukturális problémáit megoldani, hosszú távon növekedést generálni nem tud. Az ECB-nek mindeközben meg kell küzdenie az eurózána különbözőségeivel is, amelynek egyik következménye, hogy nem lehet mindenki számára egyértelműen jó monetáris politikát folytatni. A meghatározó gazdaságok adatai egyrészt döntően befolyásolják a monetáris politikát, másrészt a válság következtében töredezetté vált eurórendszerben a monetáris transzmisszió az övezet egészében egységes mederbe terelése olyan eszközöket igényelt, amelyeknek a pénzügyi stabilitási hatásai, kockázatai még kérdések.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Andrade, P. – Breckenfelder, J. – De Fiore, F. – Karadi, P. – Tristani, O. (2016): „The ECB’s asset purchase programme: an early assessment” *ECB Working Paper Series no. 1956*.
- Angelini, P. – Clerc, L. – Cúrdia V. – Gambacorta, L. – Gerali, A. – Locarno, A. – Motto, R. – Roeger, W. – Van den Heuvel, S. – Vlček, J. (2011): „BASEL III: Long-Term Impact on Economic Performance and Fluctuations” *Fed Staff Report no. 485*.
- Ball, L. – Gagnon, J. – Honohan, P. and Krogstrup, S. (2016): *What Else Can Central Banks Do?, Geneva Reports on the World Economy 18 CEPR* http://cepr.org/sites/default/files/geneva_reports/GenevaP285.pdf Letöltve: 2017. 09. 12.
- Bernanke, B. S. – Reinhart, V. R. (2004): „Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates” *American Economic Review*, 94(2): 85-90.
- Bernanke, B. S. – Reinhart, V. R. – Sack, B. P. (2004): „Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound an Empirical Assessment” *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series 2004-48*.
- Bernanke, B. S. (2012): *The Aftermath of the Crisis, The Federal Reserve and the Financial Crisis* Lecture 4, George Washington University School of Business March 29, 2012 <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/chairman-bernanke-lecture4-20120329.pdf>. Letöltve: 2017. 09. 12.
- Bernanke, B. S. (2014): *A Conversation: The Fed Yesterday, Today And Tomorrow, A Discussion With Federal Reserve Chairman Ben Bernanke On The Fed’s 100th Anniversary* in The Broo-

⁶⁶ Jens Weidmann, a Bundesbank elnöke például rendszeresen kritizálja az ECB programját a monetáris politika kockázatai, fiskális hatásai tekintetében. Lásd pl. a Die Zeit-nek adott interjújában: [Weidmann, 2017].

- kings Institution: „Central Banking After The Great Recession: Lessons Learned And Challenges Ahead”, Washington DC, Jan. 16, 2014. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2014/01/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf Letöltve: 2017. 09. 12.
- Beirne, J. – Dalitz, L. – Ejsing, J. – Grothe, M. – Manganelli, S. – Monar, F. – Sahel, B. – Sušec, M. – Tapking, J. and Vong, T. (2011): „The impact of the eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the primary and secondary Markets” *ECB Occasional Paper series* no. 122.
- Blanchard, O. – Leigh, D. (2013): „Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers” *IMF Working Paper* no. 13/1.
- Borio, C. – Zabai, A. (2016): „Unconventional monetary policies: a re-appraisal” *BIS Working Papers* no. 570.
- Claeys, G. – Leandro, Á. (2016): *The European Central Bank’s Quantitative Easing Programme: Limits And Risks*, Bruegel Policy Contribution Issue 2016/04. http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/02/pc_2016_04.pdf Letöltve: 2017. 09. 12.
- Cecchetti, S. G. – McCauley, R. N. – McGuire, P. M. (2012): „Interpreting TARGET2 balances” *BIS Working Papers* no. 393.
- CFM (2016): *Survey on German Council of Economic Experts’ view of ECB policy* <http://cfmsurvey.org/surveys/german-council-economic-experts-view-ecb-policy> Letöltve: 2017. 09. 12.
- den Haan, W. – Ellison, M. – Ilzetzki, E. – McMahan, M. – Reis R. (2016): *German Council of Economic Experts’ view of ECB policy: Results of the CFM-CEPR Survey* Voxeu.org, 2016. November 9. – <http://voxeu.org/article/german-council-economic-experts-view-ecb-policy-results-cfm-cepr-survey> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Christensen, J. H. E. – Krogstrup, S. (2016): „A Portfolio Model of Quantitative Easing” *Peterson Institute for International Economics Working Paper Series* 16-7.
- Cour-Thimann, P. – Winkler B. (2013): „The ECB’s non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure” *ECB Working Paper Series* no. 1528.
- Draghi, M. (2015): *ECB Press Realease on ECB Introductory statement to the press conference (with Q&A)*, Mario Draghi, President of the ECB, Frankfurt am Main, 22. <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150122.en.html> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Demertzis, M. – Wolff, G. B. (2016): *What impact does the ECB’s quantitative easing policy have on bank profitability?*, Bruegel Policy Contribution Issue 2016/20, November 30th, 2016. <http://bruegel.org/wp-content/uploads/2016/11/pc-20-16-4.pdf>. Letöltve: 2017. 09. 12.
- Deutsche Bundesbank (2016): „The macroeconomic impact of quantitative easing in the euro area” *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, 2016(June): 29-53.
- ECB (2008): *Covered bonds in the EU financial system*, ECB, Frankfurt.
- ECB (2011): „The Ecb’s non-standard measures – Impact and phasing- out” *ECB Monthly Bulletin* 2011(July):55-69
- ECB (2016a): „The ECB’s monetary policy and bank profitability” *ECB Financial Stability Review* 2016(November): 69-73.
- ECB (2016b): „TARGET balances and the asset purchase programme” *ECB Economic Bulletin* Issue 2016(November): 20-23.
- ECB (2017a): „Analysing euro area net portfolio investment outflows” *ECB Economic Bulletin* Issue 2017(Februray): 41-45.

- ECB (2017b): „Impact of the ECB’s non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence” *ECB Economic Bulletin* 2017(Február): 46-51.
- Gagnon, J. (2016): „Quantitative Easing: An Underappreciated Success” *Peterson Institute for International Economics Policy Brief* 16(4)
- Haldane, A. G. – Roberts-Sklar, M. – Wieladek, T. – Young, C. (2016): „QE: the story so far” *BoE Staff Working Paper* No.624.
- Krekó, J. – Balogh, Cs. – Lehmann, K. – Mátrai, R. – Pulai, Gy. – Vonnák, B. (2012): „Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei” *MNB tanulmányok* no.100.
- Praet, P. (2012): *Managing financial crises: the role of the ECB* Speech by Peter Praet, Member of the Executive Board of the ECB at the 40th Economics Conference of the Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 10 May 2012 <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120510.en.html> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Praet, P. (2015): *Lifting potential growth in the euro area*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150423.en.html> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Pisani-Ferry, J. – Wolff, G. (2012): *Propping up Europe?* Bruegel Policy Contribution 2012|07, April 2012 http://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2012_02.pdf Letöltve: 2017. 09. 12.
- Bruegel datasets (2012): *Eurosystem liquidity*. <http://bruegel.org/publications/datasets/eurosystem-liquidity>. Letöltve: 2017. 09. 12.
- Reza, A. – Santor E. – Suchanek, L. (2015): „Quantitative Easing as a Policy Tool Under the Effective Lower Bound” *Bank of Canada staff discussion papers* 2015-14.
- Smaghi, L. B. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy*. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090428.en.html> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Trichet, J-C. (2009): *The financial crisis and the response of the ECB* <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090612.en.html> Letöltve: 2017. 09. 12.
- Veld, J. (2013): „Fiscal consolidations and spillovers in the euro area periphery and core” *European Economy Economic Papers* no. 506.
- Weidmann, J. (2017): *Interview in the German weekly newspaper „Die Zeit” with Jens Weidmann*. https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Interviews/2017_04_06_weidmann_zeit.html Letöltve: 2017. 09. 12.
- Williams, J. (2014): *Monetary Policy At The Zero Lower Bound Putting Theory Into Practice*, in The Brookings Institution, Washington DC. <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/06/16-monetary-policy-zero-lower-bound-williams.pdf>. Letöltve: 2017. 09. 12.
- Woodford, M. (2012): *Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound*. Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole. <http://www.columbia.edu/~mw2230/JHole2012final.pdf>. Letöltve: 2017. 09. 12.